



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO



FACULTAD DE DERECHO

**VALUACIÓN DE EMPRESAS, VALOR SOCIAL DE LA EMPRESA Y
DERECHO CONCURSAL MERCANTIL EN MÉXICO Y EN LOS
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN DERECHO**

**PRESENTA:
ELIO AGUSTÍN MARTÍNEZ MIRANDA**

**DIRECTORA DE TESIS:
DRA. SARA MACIEL SÁNCHEZ**

Ciudad Universitaria, CDMX

Abril de 2016



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

FACULTAD DE DERECHO SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

DR. ISIDRO AVILA MARTINEZ.
DIRECTOR GENERAL DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO
P R E S E N T E.

El alumno: **ELIO AGUSTIN MARTINEZ MIRANDA**, con número de cuenta: 094557028, realizó bajo la supervisión de este Seminario el trabajo titulado **"VALUACION DE EMPRESAS, VALOR SOCIAL DE LA EMPRESA Y DERECHO CONCURSAL MERCANTIL EN MEXICO Y EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA"**, con la asesoría de la DRA. SARA MACIEL SANCHEZ, que presentará como tesis para obtener el título de Licenciado en Derecho.

El mencionado asesor nos comunica que el trabajo realizado por dicho alumno reúne los requisitos reglamentarios aplicables, para los efectos de su aprobación formal.

En vista de lo anterior, comunico a usted que el trabajo de referencia puede ser sometido a la consideración del H. Jurado que habrá de calificarlo.

Por sesión del día 3 de febrero de 1998 del Consejo de Directores de Seminario se acordó incluir en el oficio de aprobación de tesis la siguiente leyenda que se hace del conocimiento del sustentante:

"El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que le sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional, misma autorización que no podrá otorgarse nuevamente sino en el caso de que el trabajo recepcional conserve su actualidad y siempre que oportuna iniciación del trámite para la celebración del examen haya sido impedida por circunstancia grave, todo lo cual calificará la Secretaría General de la Facultad".

Atentamente,
"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU".
Ciudad Universitaria, a 18 de Enero de 2016.

DR. ALBERTO FABIAN MONDRAGON PEDRERO.
DIRECTOR

c.c.p. Secretaría General de la Facultad de Derecho.
c.c.p. Archivo Seminario.
c.c.p. Alumno.
AFMP/csv

Índice de Contenido

	Página
Introducción general	1
Planteamiento del problema	3
Objetivos.....	3
Hipótesis.....	4
Capítulo I. Introducción al Derecho Concursal Mercantil en México	5
1.1. Introducción	5
1.2 Conceptos de Insolvencia, Quiebra, Cesación de Pagos e Iliquidez	5
1.2.1 Insolvencia	5
1.2.2 Quiebra	6
1.2.3 Cesación de pagos	6
1.2.4 Iliquidez	6
1.3 Concepto del Derecho Concursal Mercantil	7
1.4 Concepto y naturaleza jurídica del concurso mercantil	7
1.4.1 Concepto de concurso mercantil	7
1.4.2 Naturaleza jurídica del concurso mercantil	8
1.5 Antecedentes internacionales y nacionales del Derecho Concursal Mercantil	8
1.5.1 Antecedentes del Derecho Concursal Mercantil	9
1.5.2 Antecedentes del Derecho Concursal Mercantil en México	10
1.6 Exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles	11
1.7 Presentación de la Ley de Concursos Mercantiles	12
1.8 Órganos que intervienen en el concurso mercantil	12
1.8.1 Juez de Distrito	12
1.8.2 Visitador.....	14
1.8.3 Conciliador.....	15
1.8.4 Síndico.....	15
1.8.5 Interventor.....	15
1.9 Elementos personales del concurso mercantil	16
1.9.1 Comerciante.....	16
1.9.2 Acreedores Reconocidos.....	17
1.9.3 Ministerio Público	17
1.9.4 Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (IFECOM).....	18

1.10 Elementos formales del concurso mercantil.....	19
1.10.1 Masa del Concurso.....	19
1.10.2 UDI'S.....	19
1.11 Etapas o fases procesales del concurso mercantil	19
1.11.1 Declaración de concurso mercantil (fase preliminar).....	20
1.11.2 Conciliación.....	21
1.11.3 Quiebra.....	21
1.12 Formas de extinción del concurso mercantil.....	22
1.13 Conclusiones.....	23

Capítulo II. Valuación de empresas y su importancia en el Derecho Concursal Mercantil..... 25

2.1 Introducción.....	25
2.2 Valor de una empresa.....	25
2.3 El propósito de la valuación de una empresa	26
2.4 Valuación de empresas en reestructuración o en concurso mercantil.....	30
2.5 Estándares de valor.....	31
2.6 Premisas de valor: empresa solvente (o empresa en marcha) o en liquidación.....	34
2.7 Enfoques de valuación de empresas	36
2.7.1 Enfoque de activos.....	38
2.7.2 Enfoque de ingresos	40
2.7.3 Enfoque de mercado.....	41
2.8 Conceptos básicos.....	42
2.8.1 Valor de mercado y valor de una empresa en marcha.....	44
2.8.2 Análisis de los estados financieros.....	45
2.9 Conclusiones.....	46

Capítulo III. Valuación de empresas y su importancia en el procedimiento legal de quiebra de los Estados Unidos de América 49

3.1 Introducción.....	49
3.2 El derecho de quiebras de los Estados Unidos de América	49
3.3 Introducción a la estructura del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América	51
3.4 Inicio de un procedimiento legal de quiebra y presentación de listas.....	56
3.5 Capítulo 7 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América.....	56
3.6 Capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de	

América	57
3.6.1 Visión general	57
3.6.2 Deudor en posesión	59
3.6.3 Uso, venta o arrendamiento de los bienes	59
3.6.4 Uso de efectivo como garantía de pago	60
3.6.5 Suspensión automática	61
3.6.6 Protección adecuada para un acreedor asegurado o con garantía.....	62
3.6.7 Financiamiento del deudor en posesión.....	63
3.6.8 Comité Oficial de Acreedores sin Garantía.....	64
3.6.9 Síndico.....	64
3.6.10 Examinador	65
3.6.11 Plan de reestructuración: exclusividad	65
3.6.12 Plan de reestructuración: contenido	66
3.6.13 Declaración de divulgación	68
3.6.14 Aceptación del plan por los acreedores	69
3.6.15 Confirmación del plan	71
3.6.16 Efecto de la confirmación.....	72
3.7 Evasión de Apoderamientos bajo el Código de Quiebras: preferencias	72
3.8 Evasión de Apoderamientos bajo el Código de Quiebras: transferencias fraudulentas de bienes	73
3.9 Principios de valuación a partir de los Tribunales de Quiebra	74
3.10 Conclusiones	75
Capítulo IV. Hacia un concepto de valor social de la Empresa	77
4.1 Introducción	77
4.2 Fundamentos de la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos	77
4.2.1 Proyectos de inversión pública y proyectos de inversión privada.....	77
4.2.2 Evaluación social de proyectos y evaluación privada de proyectos...	80
4.2.3 Diferencias entre la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos	83
4.2.4 Tipos de análisis o metodologías en la evaluación social de proyectos.....	86
4.2.5 Indicadores de rentabilidad en la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos	88
4.3 Propuesta de concepto de valor social de la empresa	91
4.4 Conclusiones	93

Capítulo V. Conclusiones, Limitaciones, Recomendaciones y Futuras Investigaciones.....	95
5.1 Conclusiones.....	95
5.2 Limitaciones.....	97
5.3 Recomendaciones.....	97
5.4 Futuras Investigaciones.....	98
Fuentes.....	99

Introducción General

Actualmente, las empresas se desenvuelven en un entorno económico fuertemente impactado por los avances tecnológicos, por lo que las empresas deben ajustar sus ideas y proyectos de negocio en este entorno económico de volatilidad e incertidumbre y bajo condiciones de competencia extrema.

En algún momento, las empresas pueden atravesar una situación de crisis financiera y económica debido precisamente a este entorno económico, por lo que no tendrán los recursos económicos y bienes suficientes para cumplir con sus obligaciones de pago y responder con su patrimonio para poder cubrirlas en su totalidad.

Es así que la figura jurídica del Concurso Mercantil se entiende como el procedimiento al que se somete un comerciante cuando incumple generalizadamente con sus obligaciones. Uno de los objetivos más importantes del Concurso Mercantil es conservar las empresas mediante un convenio con sus acreedores y en caso de no concretarse dicho convenio, se venderá la empresa o sus unidades o los bienes que la integran para pagar a dichos acreedores.

En la actualidad el Concurso Mercantil se circunscribe principalmente en la Ley de Concursos Mercantiles y como toda creación humana esta ley tiene defectos. Por ejemplo, en la citada ley y en su exposición de motivos no se proporciona una definición de valor social de la empresa siendo un concepto en el cual gira su propia existencia y razón de ser. Lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues específicamente qué se debe entender con estas palabras.

Así, en este trabajo de investigación se propone una definición de valor social de la empresa, a partir de la evaluación privada de proyectos y la evaluación social de proyectos. Por lo que, este trabajo es interdisciplinario al hacer uso del Derecho, la Economía y las Finanzas. Esto es claro, debido a que el propio entendimiento del Concurso Mercantil es interdisciplinario. Por lo tanto, para llevar a cabo esta investigación considero pertinente mi formación académica de Físico, Maestro en Ingeniería con especialidad en Optimación Financiera, Doctorado en Economía con orientación en Economía Financiera y ahora Licenciado en Derecho.

Para cumplir con el objetivo de esta tesis, la forma en como se presenta la misma es a través de cinco capítulos. En el primer capítulo, se presenta un panorama general del Derecho Concursal Mercantil, destacando los conceptos de insolvencia, quiebra, cesación de pagos e iliquidez. Se desarrollan los antecedentes internacionales y nacionales del Derecho Concursal Mercantil. Se presentan la exposición de motivos de la Ley de Concursos Mercantiles, los órganos, los elementos personales, los elementos formales y las etapas procesales, entre otros aspectos importantes.

En el segundo capítulo, se destaca la importancia de la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil, y se tocan temas como el valor de una empresa, el propósito de la valuación de una empresa, valuación de empresas en reestructuración, estándares de valor, premisas de valor, enfoques de valuación de empresas, entre otros temas.

En el tercer capítulo, se presenta el tema de la valuación de empresas y su importancia en el Derecho Concursal de los Estados Unidos de América. Se estudia este caso, debido a que este país es la economía mas fuerte y su sistema jurídico uno de los más desarrollados en la actualidad. Entre los temas que se tocan destacan el derecho de quiebras de los Estados Unidos de América, introducción a la estructura del Código de Quiebras, los Capítulos 7 y 11 del Código de Quiebras y los principios de valuación a partir de los tribunales de quiebra.

En el cuarto capítulo, se propone un concepto de valor social de la empresa y para obtener este concepto se presentan la evaluación privada de proyectos y la evaluación social de proyectos.

En el quinto capítulo, se presentan las conclusiones, limitaciones, recomendaciones y futuras investigaciones. Al final de esta tesis, se indican las fuentes que se consultaron.

Por último, para la elaboración de este trabajo se emplearán los métodos de investigación jurídica siguientes: método sintético, método analítico, método sistémico y método histórico.

Planteamiento del problema

Este trabajo gira alrededor de la valuación de empresas y, en particular, sobre el valor social de la empresa. La Exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles indica que el criterio más importante que orientó el desarrollo de la iniciativa de dicha ley fue el “maximizar el valor social de la empresa”.

Sin embargo, en esta ley y su exposición de motivos no se proporciona una definición de valor social de la empresa siendo un concepto en el cual gira su propia existencia y razón de ser. Lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues concretamente qué se debe entender con estas palabras.

Así el problema que se pretende abordar es el siguiente:

Se trata de hallar una definición de valor social de la empresa así como una propuesta sobre el criterio de maximizar dicho valor social, todo ello en el contexto del Derecho Concursal Mercantil.

En realidad, existe poca literatura así como una nula Jurisprudencia y Tesis, al menos al querer definir el valor social de la empresa desde la perspectiva de la evaluación social de proyectos.

Objetivos

Los objetivos de esta tesis son los siguientes:

- 1.- Proponer una definición de valor social de la empresa.
- 2.- Proponer un modelo de maximización de valor social de la empresa.
- 3.- Destacar la importancia de la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil tomando como referencia el caso de los Estados Unidos de América.
- 4.- Revelar la importancia de la evaluación social de proyectos para los diversos

interesados e inmersos en el Derecho Concursal Mercantil.

5.- Proponer futuras investigaciones que examinen con mucha más profundidad los conceptos de valor social de la empresa e interés público, ampliamente mencionados pero poco comprendidos.

Hipótesis

Si se emplean las herramientas y conceptos de la evaluación privada de proyectos y la evaluación social de proyectos entonces es posible hallar un concepto de valor social de la empresa en el marco del Derecho Concursal Mercantil mexicano.

CAPÍTULO I. Introducción al Derecho Concursal Mercantil en México

1.1 Introducción

El nombre de este primer capítulo es “Introducción al Derecho Concursal Mercantil en México”; el cual tiene por objetivo principal iniciar al lector en el tema del Derecho Concursal Mercantil en México. Los incisos principales de este capítulo son: los conceptos de insolvencia, quiebra, cesación de pagos e iliquidez. Así como el concepto de Derecho Concursal Mercantil y su naturaleza jurídica. Los antecedentes internacionales y nacionales del Derecho Concursal Mercantil; la exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles; la presentación de la Ley de Concursos Mercantiles; los órganos del Concurso Mercantil (Juez de Distrito, Visitador, Conciliador, Síndico, Interventor); los elementos personales del Concurso Mercantil (Comerciante, Acreedores Reconocidos, Ministerio Público, Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (IFECOM)); los elementos formales del Concurso Mercantil (Masa del Concurso, UDI’S); las etapas o fases Procesales del Concurso Mercantil (Declaración de Concurso Mercantil: Visita, Sentencia; Conciliación; Quiebra); las formas de extinción del Concurso Mercantil; y finalmente las conclusiones capitulares.

Los métodos de investigación jurídica que se emplearon para elaborar este capítulo son: el método sintético: al condensar la información contenida; el método analítico: al desglosar cada punto que integra este capítulo; el método sistémico: al dar un orden a los puntos contenidos y; el método histórico: al tratar el punto de los antecedentes históricos del Derecho Concursal Mercantil y brevemente al referirse a la cronología de la actual Ley de Concursos Mercantiles.

1.2 Conceptos de Insolvencia, Quiebra, Cesación de Pagos e Iliquidez

1.2.1 Insolvencia

La palabra insolvencia se identifica como el incumplimiento de las obligaciones de una persona ante la imposibilidad material de cumplirlas. En otras palabras, es la carencia de dinero e insuficiencia de bienes que impiden a una persona cumplir con sus obligaciones

de pago líquidas y exigibles y responder con su patrimonio para poder cubrir las en su totalidad, es decir, cuando el activo total es inferior a su pasivo total. Así, la insolvencia es sencillamente la incapacidad de pagar una deuda.¹

1.2.2 Quiebra

El concepto de quiebra reúne lo económico con lo jurídico, es decir, la quiebra descansa en un fenómeno económico y tiene estricta relevancia jurídica cuando el juez competente declara su existencia. Así, desde una perspectiva jurídica, la quiebra es:

El estado jurídico de un comerciante, declarado judicialmente, como consecuencia del incumplimiento en el pago de sus obligaciones profesionales, que produce la limitación de sus facultades relativas a la administración y disposición de los bienes, así como la liquidación de su patrimonio y distribución de los bienes que lo constituyen entre los acreedores legítimos en la proporción en que tenga derecho a ser pagados.²

1.2.3 Cesación de pagos

Básicamente, la cesación de pagos se refiere al hecho material de omitir o incumplir con el pago de obligaciones vencidas y pendientes de vencimiento.³

1.2.4 Iliquidez

En términos generales, la iliquidez se refiere a la incapacidad de un agente económico, como un comerciante o una empresa, para atender a sus obligaciones de pago a corto plazo. En otras palabras, se entiende por iliquidez cuando una empresa carece de los recursos líquidos para cumplir puntualmente con sus obligaciones a su vencimiento.⁴

¹ MACHUCA, A.J., *Insolvencia Formal. Concursos Mercantiles en los Estados Unidos Mexicanos*, INSOL México, AC., 2007, p. 18. ORDÓÑEZ, J.A., *Derecho Concursal Mercantil*, Editorial Porrúa, México, 2012, p. 26.

² DE PINA, R. y DE PINA, R., *Diccionario de Derecho*, Editorial Porrúa, México, 2005, p. 427.

³ QUINTANA, E.A. "La quiebra fraudulenta", p. 1487, en INSTITUTO DE INVESTIGACIONES JURÍDICAS, *Liber ad honorem Sergio García Ramírez*, UNAM, México, 1998, Tomo II.

⁴ Exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles, p. 14. www.ifecom.cjf.gob.mx/PDF/txtAntRefNC/9.pdf. Consultada el 22 de noviembre de 2015.

Así, los conceptos de insolvencia, quiebra, cesación de pagos e iliquidez comparten la incapacidad de pagar una deuda o incumplimiento de pago. Sin embargo, el concepto de quiebra tiene estricta relevancia jurídica cuando el juez competente declara su existencia, por lo que, en México, es una etapa o fase procesal en el Derecho Concursal.

1.3 Concepto del Derecho Concursal Mercantil

Ordóñez (2012) define el Derecho Concursal Mercantil como:

El conjunto de normas jurídicas, que regulan los procedimientos a que se someten o son sometidos los comerciantes en estado de insolvencia, para intentar superar dicho estado mediante un convenio con sus acreedores, y si eso no fuese posible, liquidar el patrimonio del comerciante, distribuyendo su importe entre los acreedores hasta donde alcance.⁵

1.4 Concepto y naturaleza jurídica del Concurso Mercantil

1.4.1 Concepto de Concurso Mercantil

De acuerdo con la Real Academia Española, la palabra concurso del latín *concursum* se refiere a la “conurrencia, conjunto de personas”; “Reunión simultánea de sucesos, circunstancias o cosas diferentes”; “concurso de acreedores. Juicio universal para aplicar los haberes de un deudor no comerciante al pago de sus acreedores”.⁶

Machuca (2007) argumenta que el concurso mercantil resulta ser una modalidad que se impone por parte del Estado a los sujetos que tienen relación jurídica patrimonial con una persona que deviene en estado de insolvencia y a esta misma. Es decir, el concurso mercantil tiene como premisa fundamental la existencia de un sujeto (comerciante) insolvente, esto es, aquel sujeto que incumple de manera general sus obligaciones de pago y no tiene bienes suficientes para liquidar todos sus créditos, hecho jurídico que obliga al

⁵ ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 13.

⁶ <http://lema.rae.es/drae/?val=concurso>. Consultada el 21 de diciembre de 2014.

Estado a imponer la modalidad (mediante la intervención del Poder Judicial Federal) denominada “concurso mercantil”, en protección del interés público.⁷

Así, el concurso mercantil está definido como:

Procedimiento universal al que se somete un Comerciante cuando incumple generalizadamente el pago de sus obligaciones. Tiene como fin conservar las empresas mediante convenio de pago que suscriba con sus acreedores reconocidos y si no es posible, vender la empresa o sus unidades o los bienes que la integran para hacer pago a dichos acreedores.⁸

1.4.2 Naturaleza jurídica del Concurso Mercantil

La naturaleza jurídica se refiere a ubicar en la ciencia del Derecho, el acto jurídico, el contrato, la institución, la situación a la que se está refiriendo. Esto es, la naturaleza jurídica hace alusión al derecho de algo. Así, tomando en cuenta los párrafos anteriores, se infiere que la naturaleza jurídica del concurso mercantil es el reconocimiento del derecho a ser pagado.⁹

1.5 Antecedentes internacionales y nacionales del Derecho Concursal Mercantil

Los antecedentes del Derecho Concursal y de la insolvencia es tan remota como la historia misma. Así, no es extraño encontrar antecedentes tan antiguos como las normas babilónicas conocidas como las Leyes de Esnunna o el famoso Código de Hammurabi, el cual tenía todo un sistema de defensa para los Comerciantes, para que éstos no se burlasen ni fueran burlados y se obligaba a las autoridades a perseguir a los insolventes con o sin violencia. Otro ejemplo muy antiguo es el libro bíblico del Deuteronomio, en el que, entre otras cosas, se explican las formalidades con las que el acreedor debe cobrar las compensaciones. En el nuevo testamento también se encuentra alguna referencia al trato

⁷ MACHUCA, A.J., *op. cit.*, p. 71.

⁸ www.ifecom.cjf.gob.mx/glosario.asp. Consultada el 21 de diciembre de 2014.

⁹ BAUTISTA, D.E., *El Plan de Reestructuración Previa en el Concurso Mercantil*, Tesis de Maestría en Derecho, UNAM, 2008, p. 6.

que sufrían los deudores por parte de los acreedores.¹⁰

1.5.1 Antecedentes del Derecho Concursal Mercantil

En la antigua Roma se utilizó la *manus injectio* a través de la cual se respondía de manera personal por las deudas. Al utilizar esta institución, el acreedor podía arrastrar al deudor confeso o condenado hasta el magistrado. Si el deudor no pagaba podía ser vendido como esclavo. Asimismo, desde estos tiempos se respetaba el principio de *par conditio creditorum*, ya que si se vendía o liberaba al deudor, su importe se repartía entre los acreedores en proporción al monto adeudado. Sin embargo, con la *partis secanto* se establecía que en caso de que no pagara, los acreedores podían repartirse el cuerpo del deudor, que para ciertos autores que lo que se repartía no era el cuerpo del deudor, sino el conjunto de sus bienes y derechos. Debido a la brutalidad e injusticias que generaba la *manus injectio*, los romanos propusieron la *lex poetelia* ya que consideraron que “de la deuda deberían responder los bienes y no el cuerpo del deudor”. Así, el procedimiento romano empezó a ser un procedimiento real, esto es, las consecuencias del ejercicio de la *lex poetelia* recaían sobre los bienes del deudor.¹¹

Después de la caída del Imperio Romano, se empezaron a mezclar las instituciones jurídicas bárbaras con las latinas, y por supuesto el Derecho Concursal no fue la excepción. Así, en el Derecho medieval el deudor pagaba su insolvencia mediante castigos en su persona y en su patrimonio. Asimismo, en la época medieval se creó el principio de que todos los quebrados eran defraudadores sin importar la causa de su insolvencia. Sin embargo, y a pesar del posible atraso, fue en la época medieval cuando se crearon los verdaderos antecedentes del Derecho Concursal moderno. Así, es claro que el Derecho Mercantil y por lo tanto el Derecho Concursal, se desarrollaron en los lugares donde existía un comercio importante.¹²

Además, fue en la Edad Media cuando se distinguió entre el concurso de acreedores y la quiebra, el segundo de los procedimientos era propio de los Comerciantes, y el primero se

¹⁰ SANROMÁN L.F., *Concursos Mercantiles*, Editorial Porrúa y Universidad Panamericana, México, 2010, p. 1.

¹¹ *Ibid.*, p. 3.

¹² *Ibid.*, p. 4.

aplicaba a las personas comunes.¹³

El Derecho estatutario italiano tuvo una influencia muy importante en Francia debido al constante contacto de comerciantes italianos en dicho país. Por otro lado, en Alemania tuvo mayor influencia el libro *Labyrinthus creditorum concurrentium* de Salgado de Somoza, lo que generó se extendieran las ideas publicistas de la quiebra a través de toda la zona germánica de Europa.¹⁴

1.5.2 Antecedentes del Derecho Concursal Mercantil en México

Sanromán (2010) señala que el primer ordenamiento jurídico en la materia que tuvo vigencia una vez que México fue independiente fueron las Ordenanzas de Bilbao, las cuales estuvieron en vigor desde el siglo XVIII. Sin embargo, también se cree que el primer antecedente de alguna ley en la materia apareció en la Ley de Bancarrotas del 31 de mayo de 1853. Posteriormente, entró en vigor el Código de Comercio de 1854, en el cual se desconocía la prevención de la quiebra, la intervención judicial era mínima y se ampliaban las facultades del administrador de la quiebra.¹⁵

Posteriormente, surgió el Código de 1883, que sólo estuvo en vigor cinco años. El último Código de Comercio que reguló la materia fue el actual, publicado en el *Diario Oficial de la Federación* (DOF) del 7 al 13 de octubre de 1889, el cual regulaba la quiebra en dos libros. El 1º de enero de 1890 entró en vigor el actual Código de Comercio que reglamenta jurídicamente la materia por más de 50 años.¹⁶ El 20 de abril de 1943 se publicó en el DOF la Ley de Quiebras y Suspensión de Pagos y después de 57 años de estar en vigor es abrogada por la Ley de Concursos Mercantiles (LCM), publicada en el DOF el 12 de mayo de 2000 y con última reforma publicada en el DOF el 10 de enero de 2014.

¹³ *Ibid.*, p. 5.

¹⁴ *Ibid.*, p. 7.

¹⁵ *Ibid.*, p. 8.

¹⁶ *Ibid.*, p. 9.

1.6 Exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles

La Exposición de Motivos de la LCM se publicó en el DOF el 12 de mayo de 2000, y en la misma se indica: “el derecho concursal debe dirigir su normatividad para tratar de evitar que la empresa fracase, que se desperdicie el esfuerzo creativo ya realizado por el empresario, y que no se lastime al conglomerado social que, en alguna medida, se beneficia con el propio funcionamiento de la empresa”. Por lo que, “la posible quiebra es, entonces un fenómeno económico, y el propósito de la legislación concursal es precisamente atender los males sociales derivados de ese singular fenómeno”.¹⁷

En particular este trabajo gira alrededor del concepto e importancia del valor social de la empresa, y en relación a esto, en dicha exposición de motivos se indica que el primer criterio más importante que orientó el desarrollo de la Iniciativa de LCM fue el “maximizar el valor social de la empresa”. Más adelante se menciona que “la Comisión redactora pensó que deben dirigirse las preocupaciones actuales, para que el valor social de la empresa se convierta en el objetivo central”. Asimismo, se establece que “la finalidad de la conciliación será maximizar el valor social de la empresa fallida mediante un convenio entre el Comerciante y sus acreedores”.¹⁸

Sin embargo, la propia LCM ni su exposición de motivos proporcionan una definición de valor social de la empresa siendo un concepto en el cual gira su propia existencia y razón de ser. Lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues concretamente qué se debe entender con estas palabras.

Es así que en este trabajo de investigación se proponen una definición de valor social de empresa y una propuesta sobre la tarea de maximizar el valor social de la empresa.

Estas propuestas surgen a partir de conceptos económicos y financieros, como el de valuación de empresas, la evaluación privada y social de proyectos, en combinación con la ciencia jurídica. Así, como se sabe el Derecho Concursal Mercantil, es un buen ejemplo sobre la interrelación entre el Derecho, la Economía y las Finanzas.

¹⁷ Exposición de Motivos de la Ley de Concursos Mercantiles, p. 3. www.ifecom.cjf.gob.mx/PDF/txtAntRefNC/9.pdf. Consultada el 22 de noviembre de 2015.

¹⁸ *Ibid.*, pp. 14 y 16.

En los capítulos posteriores se irán analizando los elementos necesarios para llegar a dichas propuestas. Por lo que, el resto de este capítulo abordará sucintamente la LCM.

1.7 Presentación de la Ley de Concursos Mercantiles

Como se mencionó, el 12 de mayo de 2000 se publicó en el DOF la Ley de Concursos Mercantiles (LCM), con última reforma publicada en el DOF el 10 de enero de 2014, y dicha ley abrogó la Ley de Quiebras y Suspensión de Pagos de 1943.

La LCM regula a los comerciantes, personas físicas o jurídicas que caen en estado de insolvencia e incumplimiento generalizado de sus obligaciones de pago, y que por voluntad, o por voluntad de sus acreedores, son sometidos al procedimiento federal concursal y todos sus actos procesales, para que se concilien los intereses opuestos del Comerciante y sus acreedores haciendo que celebren un convenio, con dos objetivos primordiales: salvar a la empresa del Comerciante y pagar todo o parte a los acreedores bajo conceptos distintos a los originalmente acordados, en caso contrario, se vende el patrimonio del Comerciante y se reparte el dinero que se obtenga de esta venta entre los acreedores según los grados preferenciales de éstos.¹⁹

1.8 Órganos que intervienen en el concurso mercantil

En términos generales, los órganos propios del concurso mercantil son los elementos que intervienen en los procedimientos concursales, cuya finalidad es cumplir con todo el ciclo concursal, apegándose a todas y cada una de sus etapas y son el Juez de Distrito, el Visitador, el Conciliador, el Síndico y el Interventor.²⁰

1.8.1 Juez de Distrito

El Juez es el rector de todo el procedimiento de concurso mercantil. Para cumplir con esta

¹⁹ ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, pp. 13-14.

²⁰ CERVANTES, J.D., *Diccionario Jurídico en Materia de Quiebras, Suspensión de Pagos y Concursos Mercantiles*, Cárdenas Editor y DB, México, 2002, p. 277.

responsabilidad, la LCM pone a disposición del Juez las facultades necesarias para que se cumplan sus acuerdos, y para que se obedezcan y respeten los mandamientos, principios y reglas que la LCM establece, “sin que pueda modificar cualquier plazo o término que fije la misma salvo que ésta lo faculte expresamente para hacerlo”.²¹ A partir de la entrada en vigor de la LCM el concurso mercantil se convirtió en un juicio de jurisdicción federal. Es decir, es competente para conocer del juicio de concurso mercantil el juez de distrito en materia civil con jurisdicción en el lugar en donde el comerciante tenga su domicilio, salvo por lo dispuesto por la LCM.²² En este tenor, es importante precisar que por domicilio debe entenderse el domicilio social de la persona moral. En relación al Comerciante persona física, el establecimiento principal de su empresa y, en su defecto, en donde tenga su domicilio,²³ sin embargo, se ha visto que el domicilio de determinación más eficiente es el domicilio fiscal, es decir, el señalado por el propio comerciante en tanto que contribuyente, y por supuesto que esté dado de alta en el padrón fiscal con actividades, precisamente, empresariales o equivalentes.²⁴

Las sentencias que el juez del concurso mercantil está en posición de dictar son las siguientes:

Sentencia de concurso (definitiva). Dentro de los cinco días siguientes al vencimiento del plazo para la formulación de los alegatos del comerciante, contra la demanda de concurso, el juez debe dictar sentencia en la que declare o niegue el concurso. Por lo que, en su sentencia el juez está obligado a tomar en cuenta lo manifestado, lo probado (razonando las pruebas) y lo alegado por las partes, así como el dictamen del visitador.²⁵

Sentencia de reconocimiento (interlocutoria). Dentro de los cinco días siguientes al vencimiento del plazo de 10 días para la formulación y presentación, por el conciliador al juez, de la lista definitiva de reconocimiento de créditos,²⁶ el juez debe emitir su sentencia de reconocimiento, graduación y prelación de créditos. Para ello, el juez toma en

²¹ Artículo 7o, Ley de Concursos Mercantiles (en adelante LCM). Publicada en el DOF el 12 de mayo de 2000. Última reforma publicada en el DOF el 10 de enero de 2014.

²² Artículo 17, LCM.

²³ Artículo 4o, LCM.

²⁴ DÁVALOS, L.C., *Introducción a la Ley de Concursos Mercantiles*, Oxford University Press, México, 2006, p. 24.

²⁵ Artículo 42, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 24.

²⁶ Artículo 130, LCM.

consideración la lista definitiva presentada por el conciliador, así como todos los documentos que se le hayan anexado.²⁷

Sentencia de quiebra (definitiva). Esta sentencia se debe dictar cuando se cumpla alguno de los supuestos del Art. 167 de la LCM: a) solicitud del Comerciante, siempre que se haya solicitado el concurso previamente; b) terminación de la etapa conciliatoria por fenecimiento de los términos; c) a solicitud del conciliador, sustanciada incidentalmente y resuelta conforme al Art. 150 de la LCM; o d) en el caso previsto en el Art. 21 de la LCM.²⁸

Sentencia de terminación del concurso (definitiva). Esta sentencia se debe dictar cuando se verifique alguno de los supuestos:²⁹ a) aprobación de un convenio; b) pago íntegro a los Acreedores Reconocidos; c) pago a los Acreedores Reconocidos mediante cuota concursal; d) si se demuestra que la Masa es insuficiente, aún para cubrir los créditos a que se refiere el Art. 224 de la LCM; e) en la etapa de quiebra, cuando se apruebe un convenio por el Comerciante y los Acreedores Reconocidos que representen las mayorías que refiere el Art. 157 de la LCM y el convenio prevea el pago para todos los Acreedores Reconocidos, inclusive para los que no hubieren suscrito el convenio; o f) en cualquier momento en que lo soliciten el Comerciante y la totalidad de los Acreedores Reconocidos.

Sentencias interlocutorias. La LCM previene un sistema de incidentes que se utiliza frecuentemente. Al final de cada incidente desde luego se habrán de dictar las sentencias incidentales correspondientes.³⁰

1.8.2 Visitador

El Visitador es la persona física, que a petición del Juez dictada en el auto que admite a trámite el procedimiento concursal, designa el IFECOM. Las principales funciones del Visitador son la de realizar una visita al Comerciante concursado, donde le revisa los libros de contabilidad, los registros contables, estados financieros, operaciones y contratos, y verifica los bienes y mercancías de dicho Comerciante. Estas actividades del

²⁷ Artículo 132, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 26.

²⁸ Artículos 167 y 168, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 26.

²⁹ Artículo 262, LCM.

³⁰ Artículo 267, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 26.

Visitador tienen la finalidad de rendirle al Juez un dictamen, en el que se determine si ese Comerciante está dentro de los presupuestos del concurso mercantil, esto es, en estado de insolvencia e incumplimiento generalizado de obligaciones.³¹

1.8.3 Conciliador

Una vez que el Juez dicté la sentencia declarativa de concurso, como regla procesal mandataria, dicha sentencia debe contener la orden dirigida al IFECOM para que designe al especialista Conciliador.³² El Conciliador es la persona física cuya principal función es la de mediar entre el Comerciante concursado y sus acreedores, con la finalidad de que lleguen a un convenio que termine con el procedimiento concursal.³³

1.8.4 Síndico

El Síndico es la persona física, que a petición del Juez dictada en la sentencia declarativa de quiebra, designa el IFECOM. La función principal del Síndico es administrar los bienes del comerciante, inventariarlos, valuarlos y proponer la liquidación o venta de la empresa para realizar el pago concursal.³⁴

1.8.5 Interventor

Son las personas (no se requiere ser acreedor, bastará con ser persona física o jurídica con capacidad legal), que aunque la LCM les denomine interventores, son por sus funciones, una especie de vigilantes y gestores designados por los acreedores que conforme a la lista provisional de créditos, que se realiza en la etapa de reconocimiento de créditos, según sea el caso por el Conciliador o por el Síndico, representen por lo menos el diez por ciento del monto de los créditos a cargo del Comerciante; representen por lo menos el diez por ciento del pasivo a cargo del Comerciante conforme a la lista definitiva de reconocimiento de créditos, o bien, conforme a la sentencia de reconocimiento, graduación y prelación de créditos.³⁵

³¹ ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 43.

³² Artículo 43, fracción IV, LCM.

³³ DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 46. ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 43.

³⁴ *Ibid.*, p. 44.

³⁵ Artículo 63, LCM. ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 24.

1.9 Elementos personales del concurso mercantil

1.9.1 Comerciante

En el contexto de la LCM, Comerciante es la persona física o moral que tenga ese carácter conforme al Código de Comercio. Este concepto comprende al patrimonio fideicomitado cuando se afecte a la realización de actividades empresariales. Igualmente, comprende a las sociedades mercantiles controladoras conforme a la propia LCM en su Artículo 15.³⁶

En el caso de las personas físicas, el carácter de Comerciante podría probarse: a) mediante documentos (facturas, remisiones, etc.) que prueben su ejercicio cotidiano; b) mediante su registro en el Registro Público de Comercio; y, en defecto de ambos, y c) será necesario solicitar a la autoridad hacendaria la información de que en el padrón fiscal el Comerciante se encuentra afiliado con una actividad asimilable al ejercicio del comercio.³⁷

Asimismo, en lo que respecta al patrimonio fideicomitado, éste también es susceptible de quebrar, pero sólo aquél que sea, precisamente, un fideicomiso empresarial y, por tanto, cause el impuesto sobre la renta por las actividades que realice.³⁸

También, los pequeños comerciantes sólo podrán ser declarados en concurso mercantil, cuando acepten someterse voluntariamente y por escrito a la aplicación de la LCM. Para efectos de la LCM se entenderá como pequeño comerciante al Comerciante cuyas obligaciones vigentes y vencidas, en conjunto, no excedan el equivalente de 400 mil UDIs al momento de la solicitud o demanda. Asimismo, las empresas de participación estatal constituidas como sociedades mercantiles podrán ser declaradas en concurso mercantil.³⁹

Además, es posible declarar en concurso la sucesión del Comerciante, cuando la empresa: a) continúe en operación, o b) suspendidas sus operaciones, no hayan prescrito las acciones de los acreedores.⁴⁰

³⁶ Artículo 4o, fracción II, LCM.

³⁷ DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 61.

³⁸ *Ibid.*, p. 62.

³⁹ Artículo 5o, LCM.

⁴⁰ Artículo 12, LCM.

Finalmente, el Comerciante que haya suspendido o terminado la operación de su empresa, podrá ser declarado en concurso mercantil cuando incumpla generalizadamente en términos del Artículo 10 de la LCM en el pago de las obligaciones que haya contraído por virtud de la operación de su empresa.⁴¹

1.9.2 Acreedores Reconocidos

En términos generales, un acreedor es el elemento personal activo de una relación obligatoria. En otras palabras, un acreedor es quien tiene acción o derecho a pedir el cumplimiento de una obligación o a que se les satisfaga una deuda.⁴² La LCM menciona que los Acreedores Reconocidos son aquéllos que adquieran tal carácter por virtud de la sentencia de reconocimiento, graduación y prelación de créditos.⁴³

1.9.3 Ministerio Público

Como en cualquier otro procedimiento universal, el Ministerio Público tiene la participación en el proceso concursal que conviene a la representación de los intereses de la sociedad en su conjunto.⁴⁴

El Artículo 21 de la LCM establece que podrán demandar la declaración de concurso mercantil cualquier acreedor del Comerciante o el Ministerio Público.

Si un juez, durante la tramitación de un juicio mercantil, advierte que un Comerciante se ubica en cualquiera de los supuestos de los Artículos 10 ú 11, procederá de oficio a hacerlo del conocimiento de las autoridades fiscales competentes y del Ministerio Público para que, en su caso, este último demande la declaración de concurso mercantil.⁴⁵

⁴¹ Artículo 13, LCM.

⁴² DE PINA, R. y DE PINA, R., *op. cit.*, p. 45.

⁴³ Artículo 40, LCM.

⁴⁴ DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 60.

⁴⁵ Artículo 21, LCM.

1.9.4 Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (IFECOM)

El Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (IFECOM) se creó con la promulgación de la LCM como un órgano auxiliar del Consejo de la Judicatura Federal, que opera con autonomía técnica y administrativa.⁴⁶

El IFECOM está encomendado a una Junta Directiva, que se apoya en la estructura administrativa que determine conforme al presupuesto autorizado.⁴⁷ Esta Junta Directiva está integrada por el Director General del IFECOM y cuatro vocales nombrados por el Consejo de la Judicatura Federal, estos últimos a propuesta del Presidente del Consejo. Es importante destacar que los nombramientos están destinados a procurar la integración multidisciplinaria de los miembros de la Junta, con el objetivo de cubrir las materias que se consideraron fundamentales en el concurso, a saber, administrativa, contable, económica, financiera y jurídica.⁴⁸

En lo que respecta a las atribuciones que por ley tiene el IFECOM, administrativamente, la principal obligación del IFECOM es el registro de especialistas. En efecto, autoriza la inscripción en el registro correspondiente a las personas que acrediten cubrir los requisitos necesarios para la realización de las funciones de Visitador, Conciliador y Síndico en los procedimientos de concurso mercantil. Por lo que, el IFECOM constituye y mantiene los registros de Visitadores, Conciliadores y Síndicos.⁴⁹

Asimismo, el IFECOM, órgano auxiliar del Poder Judicial sin autoridad jurisdiccional, recibe la autoridad legal para producir reglamentos, bajo la fórmula, según Dávalos (2006) muy difundida en materia financiera y hacendaria, de “reglas generales”.⁵⁰

⁴⁶ Artículo 311, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 26.

⁴⁷ Artículo 313, LCM.

⁴⁸ DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 32.

⁴⁹ Artículo 311, Fracciones I y II, LCM. DÁVALOS, L.C., *op. cit.*, p. 33.

⁵⁰ *Ibid.*, p. 35.

1.10 Elementos formales del concurso mercantil

1.10.1 Masa del Concurso

En el contexto del Derecho Concursal Mercantil, la palabra masa se refiere a la porción del patrimonio del Comerciante declarado en concurso mercantil integrada por sus bienes y derechos, con excepción de los expresamente excluidos en términos de la LCM, sobre la cual los Acreedores Reconocidos y los demás que tengan derecho, pueden hacer efectivos sus créditos.⁵¹

Es importante recordar el principio jurídico consistente en que el deudor responde con todo su patrimonio. Por lo tanto, si el Comerciante no tiene una masa de bienes, es inútil pedir la declaración concursal, pues de nada les servirá a los acreedores tener un derecho que no se puede hacer efectivo.⁵²

1.10.2 UDI'S

Las Unidades de Inversión (UDI'S), son unidades de valor que se basan en el incremento de los precios y se utilizan para solventar las obligaciones de créditos hipotecarios o cualquier acto mercantil. Se crearon en el decreto publicado en el DOF del 1º de abril de 1995.⁵³

1.11 Etapas o fases procesales del Concurso Mercantil

El procedimiento de concurso mercantil tiene una serie de etapas que terminan con sentencias interlocutorias declarativas. La LCM señala en el Art. 2º que el procedimiento de concurso mercantil consta de dos etapas sucesivas que son la conciliación y la quiebra,⁵⁴ etapas que de acuerdo con la misma ley, no son necesariamente consecutivas, ya que el comerciante puede de inicio solicitar la quiebra.⁵⁵

⁵¹ Artículo 4o, Fracción V, LCM.

⁵² ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 26.

⁵³ Artículo 4o, Fracción VI, LCM.

⁵⁴ Artículo 2o, LCM.

⁵⁵ ORDÓÑEZ, J.A., *op. cit.*, p. 20.

Ordóñez (2012) argumenta que, contra lo que dice la LCM, el procedimiento puede tener hasta cuatro etapas. Esto es, no inicia con la etapa de conciliación sino con la solicitud o demanda concursal, y es hasta que termina con sentencia esa etapa declarativa del concurso cuando se abre la etapa de conciliación o de quiebra, llevando en paralelo la etapa de reconocimiento y graduación de créditos. Así, según este autor, la realidad concursal tiene cuatro etapas: declaración de concurso; reconocimiento de créditos; conciliación; y quiebra.⁵⁶

1.11.1 Declaración de Concurso Mercantil

La declaración de concurso mercantil abarca desde la solicitud o demanda del concurso hasta la sentencia declarativa de concurso. Es importante destacar que la declaración de concurso mercantil y el reconocimiento de créditos son forzosos.

Visita

Paralelamente a la admisión de la solicitud de concurso del Comerciante o a la contienda se lleva a cabo la llamada visita de verificación. El principal objetivo de la visita de verificación es proporcionar al Juez de Distrito la evidencia especializada que determinará si el Comerciante se encuentra en los supuestos de incumplimiento generalizado de sus obligaciones de pago. Tarea que el Visitador, como persona física, es encargada de realizarla.⁵⁷

Sentencia

La sentencia declarativa de concurso mercantil puede dictarse de dos maneras. La primera, es declarando improcedente el concurso mercantil, y por lo tanto se ordena que las cosas vuelvan al estado en que estaban antes del trámite del procedimiento. La segunda, es declarando procedente el concurso mercantil. Esta sentencia declarativa de concurso mercantil contiene una serie de órdenes y efectos, que hacen cambiar las

⁵⁶ *Idem.*

⁵⁷ *Ibid.*, pp. 60-61.

diversas actividades del Comerciante.⁵⁸

1.11.2 Conciliación

La conciliación es optativa para el comerciante que solicite el concurso, ya que de inicio puede pedir que se omita.

En términos generales, la etapa de conciliación es una “etapa que se abre después de la sentencia que declara el concurso mercantil. Su finalidad es la adopción de un convenio de pago que resuelva respecto de los derechos y obligaciones de las partes. Tiene un término de 185 días que, bajo ciertas condiciones podrá ser prorrogado por dos periodos de 90 días cada uno”.⁵⁹

En este sentido, la conciliación es una etapa cuyo principal objetivo es la conservación de la empresa, a través de un convenio que suscriba el Comerciante concursado y sus Acreedores Reconocidos en los términos de la LCM.⁶⁰

Como se mencionó, en la etapa de conciliación, el Conciliador será la persona física que se encargará de velar el cumplimiento de todos los actos que en dicha etapa se deben desarrollar. Asimismo, es importante mencionar que en la celebración del convenio entre el Comerciante y sus Acreedores Reconocidos, el Conciliador recomendará la realización de los estudios y avalúos que considere necesarios para alcanzar el convenio.⁶¹

1.11.3 Quiebra

El Comerciante en concurso mercantil será declarado en estado de quiebra cuando el propio Comerciante así los solicite, cuando transcurra el término para la conciliación y su prórroga si se hubiere concedido, cuando el Conciliador solicite la declaración de quiebra y el juez la conceda en los términos previstos en el Art. 150 de la LCM, y finalmente cuando se cumpla con lo previsto en el Artículo 21 de la LCM.

⁵⁸ *Ibid.*, pp. 66-67.

⁵⁹ Ver www.ifecom.cjf.gob.mx/glosario.asp. Consultada el 08 de enero de 2015.

⁶⁰ Artículo 148, LCM.

⁶¹ Artículo 151, LCM.

Es claro que la etapa de quiebra puede no tramitarse si se llega a una conciliación entre acreedores y concursado.

1.12 Formas de extinción del Concurso Mercantil

El juez declarará concluido el concurso mercantil en los siguientes casos:⁶²

- ▶ Cuando se apruebe un convenio conciliatorio.
- ▶ Si se hizo pago íntegro a los Acreedores Reconocidos.
- ▶ Si se hizo pago a los Acreedores Reconocidos mediante cuota concursal de las obligaciones del Comerciante, y no quedan más bienes por realizar.
- ▶ Si se demuestra que la Masa es insuficiente, aun para cubrir los créditos contra la misma.
- ▶ En la etapa de quiebra, cuando se apruebe un convenio por el Comerciante y los Acreedores Reconocidos que representen las mayorías que refiere el Art. 157 de la LCM y el convenio prevea el pago para todos los Acreedores Reconocidos, inclusive para los que no hubieren suscrito el convenio.
- ▶ En cualquier momento en que lo soliciten el Comerciante y la totalidad de los Acreedores Reconocidos.

En lo que respecta a la sentencia de aprobación de un convenio conciliatorio, “se dará por terminado el concurso mercantil y, en consecuencia, dicho convenio y la sentencia que lo aprueba, constituirán el único documento que rija las obligaciones a cargo del Comerciante con respecto a los créditos reconocidos”.⁶³ Asimismo, con la sentencia cesarán en sus funciones los órganos del concurso mercantil. Finalmente, el Juez de Distrito ordenará al Conciliador la cancelación de las inscripciones que con motivo del concurso mercantil se hayan realizado en los registros públicos.

⁶² Artículo 262, LCM.

⁶³ Artículo 166, LCM.

1.13 Conclusiones

Primera. El Derecho Concursal Mercantil es el conjunto de normas jurídicas que rigen los procedimientos a que se someten o son sometidos los comerciantes en estado de insolvencia, con el objetivo de superar dicho estado mediante un convenio con sus acreedores, y en caso de no ser posible dicho convenio, liquidar el patrimonio del comerciante, distribuyendo su cuantía entre los acreedores hasta donde alcance.

Segunda. La naturaleza jurídica del concurso mercantil es el reconocimiento del derecho a ser pagado.

Tercera. La LCM y su exposición de motivos no proporcionan una definición de valor social de la empresa siendo un concepto en el cual gira su propia existencia y razón de ser. Lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues concretamente qué se debe entender con estas palabras. Es así que en este trabajo de tesis se proponen una definición de valor social de empresa y una propuesta sobre la tarea de maximizar el valor social de la empresa.

Cuarta. La LCM regula a los comerciantes, personas físicas o jurídicas que se sitúan en estado de insolvencia e incumplimiento generalizado de sus obligaciones de pago, y que por voluntad o por voluntad de sus acreedores, son sometidos al procedimiento federal concursal y todos sus actos procesales, para que concilien sus intereses opuestos y celebren un convenio, con dos objetivos principales: preservar la empresa del Comerciante y pagar todo o parte a sus Acreedores Reconocidos, en caso contrario, se vende el patrimonio del Comerciante y se reparte el dinero que se obtenga de esta venta entre sus Acreedores Reconocidos según los grados preferenciales de éstos.

Así, una vez presentado este panorama general del Derecho Concursal Mercantil se da paso en el siguiente capítulo para estudiar la importancia de la valuación de empresas en esta área del Derecho.

CAPÍTULO II. Valuación de empresas y su importancia en el Derecho Concursal Mercantil

2.1 Introducción

Hoy en día, destaca la importancia que tiene la valuación de empresas tanto en el extranjero como en México. Esta importancia se debe al auge que han tenido las adquisiciones, fusiones, escisiones, alianzas estratégicas, expansión de negocios, reestructuras financieras, etc., operaciones llevadas a cabo en el mundo corporativo y empresarial.

Este capítulo cuyo nombre es “Valuación de Empresas y su Importancia en el Derecho Concursal Mercantil” revela la trascendencia de la valuación en el ámbito jurídico, sobre todo en el Derecho Concursal Mercantil de los Estados Unidos de América. Los incisos principales de este capítulo son: valor de una empresa; el propósito de la valuación de una empresa; valuación de empresas en reestructuración o en Concurso Mercantil; estándares de valor; premisas de valor: empresa en marcha o en liquidación; enfoques de valuación de empresas; conceptos básicos; y finalmente las conclusiones capitulares.

Los métodos de investigación jurídica que se emplearon para elaborar este capítulo son: el método sintético: al condensar la información contenida; el método analítico: al desglosar cada punto que integra este capítulo; y el método sistémico: al dar un orden a los puntos contenidos.

Por último, es importante precisar que las palabras “deudor” y “empresa”, que aparecen a lo largo de este capítulo se referirán generalmente al término Comerciante, señalado en la Ley de Concursos Mercantiles de México.

2.2 Valor de una empresa

El valor de una empresa se entiende como la estimación del precio, o valor fundamental, que una empresa tendrá en un momento relevante. Este momento puede presentarse en la transferencia de control de una empresa, o de una fusión, o una alianza; o el de obtención

de capital en los mercados de capitales. En realidad, existen distintas definiciones de valor y el propósito de la valuación debe establecer la definición apropiada de este término. Así, el valor de una empresa depende en gran medida de las interrogantes de *qué* se está valuando, para *quién*, para *qué propósito* y *cómo* se hará esta valuación. De hecho, es necesario indicar que el valor de una empresa no es absoluto, sino que depende ampliamente de las características estructurales de la empresa evaluada, su situación particular y el propósito de la valuación.⁶⁴

2.3 El propósito de la valuación de una empresa

Como se mencionó, en el tema de la valuación de empresas todo análisis comienza con una pregunta básica: ¿Cuál es el propósito de la valuación? Las valuaciones son necesarias por diversas razones y se plantean desde diferentes perspectivas en el mundo empresarial, ya que le proporcionan a los interesados, como puede ser el caso de los tribunales, valiosa información necesaria para el proceso de toma de decisiones. Por ejemplo, un prestamista puede requerir la valuación de una empresa con el fin de respaldar la decisión de que se le otorgue financiamiento a la misma. Por otra parte, un directivo propietario (*owner-manager*) de cierta empresa puede requerir una tarea de valuación con propósitos de planificación, gestión patrimonial y sucesoria.⁶⁵ Pereiro (2002) y Siu (2008) enumeran una serie de razones por las cuales se da la actividad de la valuación de empresas, que pueden ser externas o internas:⁶⁶

- ▶ La necesidad de que los accionistas de una empresa conozcan el valor de su patrimonio.
- ▶ Reestructuraciones (*reorganizations*) y recapitalizaciones (*recapitalizations*)
- ▶ Diligencia debida (*due diligence*) en relación con adquisiciones y enajenaciones
- ▶ Apoyo procesal en el que está controvertido el valor de una empresa o un derecho reconocido, como conflictos de compra-venta o en una sociedad colectiva.

⁶⁴ PEREIRO, L.E., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos, 2002, pp. 34 y 60. UNAM-IMEF, *Valuación de Empresas y Creación de Valor*, UNAM-IMEF, México, 2002, p. 18.

⁶⁵ RATNER, I. *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos, 2009, p. 33.

⁶⁶ PEREIRO, L.E., *op. cit.*, p. 48. SIU, C., *Valuación de Empresas. Proceso y Metodología*, IMCP, México, 2008, p. 20.

- ▶ Llevar a cabo valuaciones ante herencias y testamentos en transmisiones de empresas familiares.
- ▶ Evaluar la posibilidad de invertir en una empresa o proyecto, donde se adquieren todas las acciones de una empresa (o el proyecto en su totalidad).
- ▶ Efectuar la transferencia parcial de la propiedad de acciones.
- ▶ Analizar las oportunidades que pueden originar una alianza estratégica y/o *joint-venture* (alianzas estratégicas temporales).⁶⁷
- ▶ Analizar el incremento de capital con aportaciones de los accionistas actuales o con nuevos accionistas.
- ▶ Evaluar el desempeño de la administración.
- ▶ Determinar la capacidad de endeudamiento.
- ▶ Efectuar ciertas negociaciones con instituciones financieras.

Aunque la valuación de empresas lleva consigo tareas primordiales de análisis financiero y de valuación, en el contexto de quiebras (*bankruptcy*)⁶⁸ o reestructuraciones de pasivos (*reorganization*)⁶⁹ (concurso mercantil),⁷⁰ la valuación de empresas viene acompañada con un conjunto extra de desafíos. Por lo general, en el caso de los tribunales de los Estados Unidos de América (EUA), éstos ordenan a los profesionales o expertos en temas de valuación utilizar los mismos enfoques y métodos de valuación que se emplean en otros contextos. Sin embargo, algunas veces los tribunales federales de quiebras (*Bankruptcy*

⁶⁷ El *joint venture* supone una serie de acuerdos entre accionistas de dos o más sociedades, o bien de personas físicas o morales no necesariamente ligadas a sociedades, los cuales se comprometen a constituir una futura sociedad que de alguna forma estará vinculada a las anteriores, o que supondrá la realización de una o varias actividades temporales.

⁶⁸ La palabra *bankrupt* se entiende como el “estado o condición de una persona individual, socio o sociedad, o municipalidad que es incapaz de pagar sus deudas existentes o previsibles”. Este término, en el contexto de los Estados Unidos de América (EUA), “incluye una persona contra quien haya sido presentada una petición (involuntaria) o la persona que ha presentado una petición voluntaria, o ha sido declarada en quiebra”. La palabra “quebrado” no es utilizada en la Ley Federal de Quiebras de los EUA, “deudor” (*debtor*) es en todo caso la palabra utilizada. DASSO, A.A., *Derecho Concursal Comparado*, Legis, Argentina, 2008, Tomo I, pp. 678-679.

⁶⁹ La palabra *reorganization* se refiere al “medio por el cual una empresa en dificultades y su valor como unidad productiva en marcha es preservada mediante la corrección o eliminación de los factores que le provocaron sus dificultades”. *Ibid.*, p. 650.

⁷⁰ El Derecho Concursal Mercantil (*Bankruptcy Law*) trata de las quiebras. *Ibid.*, p. 681.

Courts)⁷¹ de los EUA sugieren métodos o aplicaciones específicas de los mismos que son exclusivos para el caso particular de los requerimientos del *Bankruptcy Law* o en español Derecho Concursal Mercantil.⁷²

Es importante precisar que en el contexto de quiebras, se suelen utilizar los términos *insolvency* (en español insolvencia) y *bankruptcy* como sinónimos, aunque se tienen matices entre ellos según sea su uso. Como se mencionó en el Capítulo I, la insolvencia es la incapacidad (*inability*) de hacer frente a las deudas (*to pay one's debts*) a su vencimiento. Sin embargo, para la legislación federal de los EUA (*U.S. Federal Bankruptcy Act, 1978*) se presenta la insolvencia cuando la suma de los bienes del deudor (*the aggregate of the debtor's property*) valorados de forma justa (*at a fair valuation*), son insuficientes para pagar sus deudas. Así, *insolvency* tampoco es equivalente a *bankruptcy*, debido a que ésta es exclusivamente una situación jurídica (*legal status*) fijada y declarada (*determined and declared*) por una resolución judicial (*judicial decree*).⁷³

Dicho lo anterior, el procedimiento concursal mercantil, como se conoce en México, o procedimiento (o proceso) legal de quiebra (*bankruptcy proceedings* o *bankruptcy process*), como se conoce en los EUA,⁷⁴ es flexible con una importante interacción y negociación entre las partes. Por consiguiente, aunque las decisiones se basan en la información emanada de la valuación, el resultado no puede estar sujeto únicamente a las conclusiones de los expertos de la valuación contratados por las partes interesadas (*parties*).⁷⁵

Es relativamente común que el valor difiera dependiendo del propósito de la valuación, del estándar de valor y de los supuestos más importantes en la metodología de valuación.

⁷¹ Los *Bankruptcy Courts* son los tribunales federales que “están dedicados exclusivamente a la administración del procedimiento de la quiebra, y presididos por un juez de la quiebra. La quiebra legal es declarada por tal corte”. *Ibid.*, p. 679.

⁷² RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 33.

⁷³ DASSO, A.A., *op. cit.*, p. 682.

⁷⁴ *Bankruptcy proceedings* es un “término general para diversos tipos de procedimientos bajo el *Bankruptcy Code* (11 U.S. Code) que son iniciados por un individuo insolvente, individual o empresa (llamada quiebra voluntaria), o por acreedores (llamada quiebra involuntaria), buscando a la vez: obtener los bienes remanentes del deudor (que son distribuidos entre los acreedores) como liberar al deudor de cualquier otra obligación futura, o reestructurar y reorganizar la estructura del insolvente”. *Ibid.*, pp. 679-680 y 682. Otras traducciones de *bankruptcy proceedings* son ejecución concursal y concurso de acreedores, por lo que en adelante se hará uso de éstas. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *Diccionario de Términos Económicos, Financieros y Comerciales*, Editorial Ariel, S.A., España, 2002, p. 81.

⁷⁵ La palabra *parties* se refiere a las partes de un acto o procedimiento, entendidas como las personas que en ellos participan. *Ibid.*, p. 460.

Por ejemplo, el valor de una línea de negocio de una base independiente podría ser distinto del valor de esa misma línea de negocio como parte de una empresa considerada en conjunto. La diferencia puede ser el resultado de diversos factores, como los flujos de efectivo definitivos que se valúen. Como una entidad independiente, una línea de negocio podría no recibir el beneficio de ciertos costos compartidos con la sociedad matriz de modo que sus flujos de efectivo serán inferiores. Asimismo, podría presentarse un mayor riesgo potencial para la puesta en marcha de una línea de negocio sobre una base independiente, lo que conduciría a una disminución de valor. También, podrían existir otras sinergias en ventas y operativas que no están disponibles para la línea de negocio independiente y que se podrían obtener a pesar de ser parte de la entidad de mayor tamaño.⁷⁶

Como se observa en el ejemplo anterior, en el contexto del procedimiento legal de quiebra, las valuaciones pueden diferir dependiendo de la situación concreta, así como del objetivo de la valuación, e incluso del momento adecuado o propicio del ejercicio de valuación durante el procedimiento legal de quiebra (*bankruptcy case*).

Es importante mencionar que a menudo es necesaria la valuación de una empresa que se encuentra en problemas económicos y financieros antes de ser declarada en concurso mercantil (o incluso de ser declarada en quiebra) como parte de los esfuerzos de la empresa y sus acreedores para resolver las dificultades operativas y financieras. Por ejemplo, si la dificultad financiera ha originado que una empresa pierda ciertos acuerdos de razones financieras (*financial ratio covenants*)⁷⁷ establecidos en sus contratos o convenios de préstamo, como parte de una modificación (*amendment*) o una indulgencia de morosidad (*forbearance*), los prestamistas pueden obtener o solicitar a la empresa que lleve a cabo una valuación de sus negocios. De igual manera, irá precedida una valuación a los esfuerzos para vender una empresa o algunos de los negocios de la misma como parte del proceso de diligencia debida (*due diligence process*).⁷⁸

⁷⁶ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 34.

⁷⁷ El término *ratio covenant* se refiere a cualquier acuerdo en un contrato o convenio de préstamo que utiliza un *ratio* financiero. Por ejemplo, un acuerdo de *ratio* puede prohibir más de una cierta cantidad de apalancamiento (o endeudamiento), en donde se tiene la posibilidad de utilizar un *ratio* de apalancamiento (*gearing ratio*) para determinar esta situación.

⁷⁸ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 16. Aunque se utiliza en otros ámbitos y no sólo en el mundo de los negocios, el proceso de diligencia debida se refiere esencialmente al proceso de evaluar una decisión a través de una investigación extensiva y la consideración de todas las posibilidades.

2.4 Valuación de empresas en reestructuración o en concurso mercantil

Independientemente de si una empresa con problemas económicos y financieros puede reorganizarse o reestructurarse con éxito antes o durante el procedimiento legal de quiebra, existe una importante necesidad de valorar una empresa en diferentes momentos de la vida de la misma.

En el caso de los EUA, diversos interesados requerirán valuaciones previas al procedimiento legal de quiebra. Así, los inversionistas bursátiles, en acciones o en capital social que desean invertir en una empresa con problemas económicos y financieros podrían requerir una valuación para determinar el impacto sobre el valor que su inversión podría originar en dicha empresa y ayudarlos a plantear sus expectativas de rendimiento sobre su posible inversión. En el mismo sentido, los prestamistas pueden requerir una valuación para estimar su posición entre el principal y el valor del activo que lo respalda (*loan-to-value*). Por ejemplo, durante el proceso para refinanciar la deuda entre un prestamista y un prestatario, el primero, tomará sus decisiones con base en el valor de la empresa y sobre todo comparando este valor con la cantidad de deuda pendiente de pago. Asimismo, la administración de una empresa que examina la enajenación (*divestiture*) de una parte de la misma, requerirá una valuación con el objetivo de evaluar la viabilidad de la posible enajenación y el impacto que tendría en la situación financiera de la empresa. Igualmente, las entidades o personas físicas que, antes del procedimiento legal de quiebra, adquieren empresas con problemas económicos y financieros requerirán también una valuación para optimizar el proceso de toma de decisiones. Por último, será también necesaria una valuación en el caso de una reestructuración general de cierta empresa antes del procedimiento legal de quiebra.⁷⁹

Ratner *et al.* (2009) indican que en muchas ocasiones durante el concurso mercantil o concurso de acreedores (o procedimiento legal de quiebra) en los EUA, son necesarias las valuaciones de unidades de negocio de un deudor (o activos específicos propiedad del deudor). Por ejemplo, las valuaciones se tornan necesarias en cuanto a la petición para levantar la suspensión automática (*automatic stay*), para obtener protección adecuada (*adequate protection*), para buscar u oponerse a la confirmación de un plan de reestructuración, para entablar e impulsar una acción judicial o defender las acciones para

⁷⁹ *Ibid.*, p. 17.

recuperar transferencias preferenciales (*preferential transfers*), o para recuperar transferencias fraudulentas (*fraudulent transfers*).⁸⁰

De esta manera, en el contexto del concurso mercantil en los EUA, frecuentemente la pregunta que se plantea para llevar a cabo una tarea de valuación es: ¿cuál es el valor *ahora*? Al responder esta pregunta, el perito (o experto) emite su dictamen sobre el valor *actual* (fecha de valuación) en una audiencia en el respectivo tribunal (fecha del dictamen), y el tribunal decide el valor *actual* (*current value*) de la empresa o activo. En esta situación, la fecha de valuación y la fecha del dictamen son las mismas.⁸¹

En otras situaciones, la pregunta que se plantea para llevar a cabo una tarea de valuación es: ¿cuál fue el valor *entonces*? Al responder esta pregunta, la fecha de valuación corresponde a una fecha específica *en el pasado*, sin embargo, el perito emite su dictamen ahora, en una audiencia en el respectivo tribunal o en la fecha de su informe. Por consiguiente, la fecha de valuación y la fecha del dictamen son diferentes.⁸²

2.5 Estándares de valor

Es importante definir los estándares (o definiciones) de valor y los supuestos más importantes que se utilizan en la valuación de una empresa o de un derecho reconocido en una empresa (*business interest*). Uno de los estándares de valor más comunes es el *valor justo de mercado* o *justiprecio* (*fair market value*). Por lo general, el *valor justo de mercado* se define como la cantidad de dinero o efectivo a través de la cual la empresa o el derecho reconocido en una empresa cambiarán de manos entre un comprador hipotético interesado y un vendedor hipotético interesado, advirtiendo que ni el comprador ni el vendedor están obligados a comprar y vender, respectivamente, y que ambas partes poseen un conocimiento razonable de información y hechos relevantes. En otras palabras, el *valor justo de mercado* hace referencia a un comprador y a un vendedor hipotéticos, ambos interesados y bajo circunstancias de mercado. De esta manera, el precio o valor determinado se debe ajustar exclusivamente a condiciones típicas del mercado y estar

⁸⁰ *Idem.* En el siguiente capítulo se explican los conceptos de suspensión automática, transferencias preferenciales y transferencias fraudulentas.

⁸¹ *Idem.*

⁸² *Idem.*

libre de cualquier consideración particular o individual del comprador o vendedor.

Como se observa, esta definición de *valor justo de mercado* toma en cuenta las condiciones económicas y de mercado prevalecientes en la fecha de valuación. Esto es, los precios de mercado proporcionan alguna idea aproximada sobre el valor real de los activos de una empresa. Por lo general, este es el concepto de valor que se debe utilizar en el entorno de fusiones y adquisiciones.

Así, esta definición no se aplicaría en la valuación de una empresa tomando en cuenta una transacción específica. En este caso, el comprador y el vendedor se conocen, y puede suceder que alguno de ellos pueda tener un fuerte impulso para asegurar que se complete la transacción, en particular si la empresa se encuentra en dificultades económicas y financieras. En esta situación, el estándar (o definición) de valor más apropiado sería el *valor de inversión (investment value)*. El *valor de inversión* es el valor de una empresa o el valor de un derecho reconocido en una empresa en el caso de un inversionista particular. Debido a que se conoce el inversionista, este estándar de valor toma en cuenta las expectativas del inversionista sobre los flujos de efectivo futuros que podrían generarse por una empresa, sobre alguna sinergia y sobre otros factores concretos de interés para dicho inversionista. Así, el *valor de inversión* puede ser o no el precio que se paga por adquirir una empresa o un derecho reconocido en una empresa.⁸³

En otras palabras, el *valor de inversión* es el valor para un inversionista en lo individual y considerando circunstancias particulares. El *valor justo de mercado* y el *valor de inversión* son conceptos diferentes y sus discordancias se encuentran determinadas por consideraciones específicas del actual o probable dueño de una empresa en aspectos tales como estimaciones en la capacidad de generar ingresos y/o utilidades, volatilidad, aversión al riesgo, sinergias con otras empresas u operaciones, etc.⁸⁴

Otro estándar de valor utilizado en la valuación de empresas es el *valor justo (fair value)*. Normalmente, el *valor justo* se utiliza en la valuación de empresas y de derechos reconocidos en un contexto jurídico y, por consiguiente, la definición será distinta según el marco jurídico aplicable y los precedentes judiciales o jurisprudenciales (*case law*) en el

⁸³ *Ibid.*, p. 34.

⁸⁴ UNAM-IMEF, *op. cit.*, p. 19.

caso de los EUA (por lo general, el término *valor justo*, en este contexto, no conduce a la misma definición que se utiliza en contaduría pública). Así, el *valor justo* se entiende como aquel monto que compensará de manera justa al propietario de un activo al que se le ha privado de manera involuntaria de algún beneficio emanado de su propiedad, en donde no hay comprador ni vendedor interesados. Este concepto se determina y utiliza principalmente en los EUA para cuestiones jurídicas relacionadas con la práctica de la valuación. De esta manera, se requiere de asesoría jurídica para desarrollar una tarea de valuación sobre el concepto de *valor justo*.⁸⁵

Ratner *et al.* (2009) indican que en ciertos casos, los precedentes judiciales o jurisprudenciales (*case law*) en los EUA, incluso pueden sugerir el marco de valuación que se utilizará para determinar el *valor justo* de una empresa. Así, al utilizar este estándar de valor es importante obtener asesoría jurídica cuando se lleva a cabo una tarea de valuación. Por ejemplo, el estándar de valor de un poseedor de acciones inmerso en un problema de recurso de opresión accionista⁸⁶ (*shareholder oppression remedy*)⁸⁷ podría ser el *valor justo*, mientras que el estándar de valor de un poseedor de acciones bajo una transacción consensual (*consensual transaction*) normalmente sería el *valor justo de mercado*. Es importante advertir que el *valor justo de mercado* no sería el valor apropiado en un problema de recurso de opresión accionista debido a que los descuentos aplicados al poseedor individual de acciones premiarían al opresor. Por ejemplo, cuando una empresa desea firmar un acuerdo de fusión a través del cual los tenedores participantes reciben su parte proporcional de las ganancias o beneficios. Por diversas razones, cierto grupo de accionistas minoritarios no estaría de acuerdo con la fusión y por tanto son forzados a salir. De esta manera, si los tribunales permitieron la compra de las acciones propias (*buy-back*) de la minoría participante a un precio reducido (esto es, a través de la aplicación de descuentos a los accionistas minoritarios), entonces los accionistas mayoritarios

⁸⁵ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, pp. 34-35.

⁸⁶ La opresión accionista se presenta cuando los accionistas mayoritarios de una empresa o corporación llevan a cabo ciertos actos que perjudican arbitrariamente la minoría.

⁸⁷ El término *remedy* se refiere al medio judicial o extrajudicial a través del cual se hace efectivo o protege un derecho o se repara o evita un ilícito. Es un concepto más amplio que el de acción o el de procedimiento, ya que incluye también medidas de autotutela jurídica. Con cierta licencia, la palabra *remedy* puede traducirse como “recurso”, sobre la base del sentido no estrictamente jurídico de este término. Por otra parte, en Derecho Corporativo en los países de la *Commonwealth*, el término *oppression remedy* es un derecho estatutario disponible para los accionistas oprimidos. Este derecho faculta a los accionistas para interponer un recurso en contra de la corporación en la que poseen acciones propias cuando la conducta de la empresa produce un efecto que es opresivo, arbitrariamente perjudicial, o arbitrariamente desconoce los derechos de un accionista. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 531.

obtendrán el beneficio de la titularidad de estas acciones con el acuerdo de fusión y los beneficios asignados a dividendos (*payout*) sin penalización por sus operaciones. Así, no sólo los participantes minoritarios serían forzados a salir y no poder participar en cualquier ventaja o aspecto positivo, sino que también serían penalizados al tener que reembolsar las acciones con un precio descontado.⁸⁸

2.6 Premisas de valor: empresa solvente (o empresa en marcha) o en liquidación

El concepto de *premis*a de valor es igual de importante que el de *estándar* de valor y se concibe como el supuesto de valuación predominante acerca del probable conjunto de circunstancias que se aplican a la empresa objeto de valuación. Por ejemplo, condiciones del mercado de manera que la liquidación de una empresa es la circunstancia futura más probable, o ¿existen condiciones del mercado para que una empresa se pueda considerar solvente o como una empresa (o negocio) en marcha? Así, las dos principales premisas de valor son empresa solvente (o empresa en marcha) (*going concern* o *continuing value*) o valor de liquidación (*liquidation value*).⁸⁹

El *valor como negocio en marcha* considera a la empresa como un conjunto de activos tangibles e intangibles integrados y que interactúan entre sí produciendo beneficios económicos. Esta es la premisa de valor que más se utiliza en la práctica de la valuación y dentro de la actividad de fusiones y adquisiciones. Como su nombre también lo indica, esta premisa de valor supone que la empresa continuará operando en el futuro. Es decir, el valor de la empresa en marcha estará determinado por los flujos libres de efectivo que se esperan genere en el futuro, descontando a una tasa que refleje los riesgos del negocio.⁹⁰

Por otro lado, el *valor de liquidación* toma en cuenta que una empresa terminará sus operaciones en una fecha futura y en un plazo relativamente corto, y que sus activos en conjunto o por separado podrán venderse o se dispondrá de ellos de alguna otra forma. Cabe mencionar que, por lo general, en empresas que se encuentran en mercados con

⁸⁸ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, pp. 34-35.

⁸⁹ *Ibid.*, pp. 35-36.

⁹⁰ SAAVEDRA, M.L., *Valuación de Empresas. Metodología para su Aplicación*, Gasca Sicco, México, 2008, p. 34.

crecimiento y/o con expectativas de desarrollo, el valor de liquidación será menor que el valor como negocio en marcha.⁹¹

Para establecer qué premisa de valor es la más adecuada, el valuador normalmente toma en cuenta lo siguiente:⁹²

- ▶ Las condiciones del mercado y las expectativas de cierto sector empresarial, cierta industria o la economía en su conjunto.
- ▶ El entorno competitivo de una empresa e industria
- ▶ Los antecedentes financieros de la empresa
- ▶ Los antecedentes operacionales de la empresa
- ▶ La trayectoria del equipo directivo de la empresa
- ▶ La capacidad de una empresa para obtener recursos suficientes para prosperar como una empresa o negocio en marcha.

Si estos factores son en general favorables, entonces la empresa se puede valorar como una empresa en marcha. En caso contrario, el valor de liquidación proporcionará un valor más apropiado. También es posible que existan situaciones en las que sea necesario un valor de liquidación para el caso particular de una línea de negocio y un valor como empresa en marcha para el caso de la entidad de negocio restante.⁹³

Es importante destacar que los tribunales de quiebras de los EUA tienden a utilizar la premisa de valuación de negocio en marcha. Así, las circunstancias deben ser bastante inauditas antes de que un tribunal de quiebras llegue a la conclusión de que se ordene un análisis de liquidación.⁹⁴

Desde el punto de vista del valor de liquidación se tienen dos distinciones: liquidación sistemática (*orderly liquidation*) y liquidación forzosa (*forced liquidation*). En el caso de una

⁹¹ UNAM-IMEF, *op. cit.*, p. 21. SIU, C., *Valuación de Empresas. Proceso y Metodología*, IMCP, México, 2008, p. 95.

⁹² RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 36.

⁹³ *Idem.*

⁹⁴ *Idem.*

liquidación sistemática (también llamada liquidación ordenada u organizada), el valor de una empresa o de activos (*assets*) presume una duración razonable para la liquidación de los activos a precios de mercado y bajo condiciones normales de mercado. En otras palabras, la liquidación sistemática se refiere a la venta o disposición de los activos en conjunto o por separado bajo un periodo razonable de tiempo que permite obtener el precio más alto por cada uno de ellos. Por otro lado, en una liquidación forzada u obligatoria el valor de una empresa o de activos presume que todos los activos en conjunto o por separado se venden a la mayor brevedad posible y, por consiguiente, el valor podría reducirse de manera significativa, es decir, la venta se realiza en un tiempo menor al normal sin considerar el valor que se obtiene. El escenario de liquidación forzada se representa mejor como un “remate de existencias”. Así, se observa que si la premisa de valor apropiada es una empresa en marcha, el valor de liquidación se torna útil para establecer un valor mínimo de la empresa en cuestión.

En el contexto del procedimiento legal de quiebra (*bankruptcy context*), normalmente el análisis de liquidación se refiere a la suma de los beneficios líquidos o netos de la venta de activos y cobranzas a partir de los créditos en el concurso de acreedores (*bankruptcy claims*), después de calcular y deducir los respectivos costos para recuperar dichos fondos (como honorarios y gastos legales, o comisiones por operaciones o servicios bancarios).⁹⁵

En términos generales, el valor de una empresa como negocio en marcha será mayor que el valor de liquidación. En caso contrario, entonces se debe considerar la liquidación de una empresa para maximizar los reembolsos de los acreedores y otros titulares de derechos (*interest holders*).⁹⁶

2.7 Enfoques de valuación de empresas

Es importante mencionar que la valuación de empresas es una mezcla delicada de ciencia y arte. Es ciencia debido a que toma la forma de modelos cuantitativos rigurosos de riesgo-rendimiento, y es arte, ya que la experiencia y el juicio son parte importante del valuador.

⁹⁵ *Idem.*

⁹⁶ *Idem.*

A través del tiempo, la práctica y la teoría general de valuación de empresas se han desarrollado alrededor de tres marcos o enfoques de valuación básicos comúnmente aceptados para determinar el valor de una empresa como un negocio en marcha: enfoque de activos (*asset approach*), enfoque de ingresos (*income approach*), y el enfoque de mercado (*market approach*). Cabe decir que existen diversas metodologías de valuación dentro de cada enfoque y que bajo ciertas circunstancias se utilizan enfoques híbridos. Sin embargo, estos tres enfoques de valuación básicos y métodos relacionados, como se muestra en la Figura 2.1, son la columna vertebral de la Teoría de la Valuación.

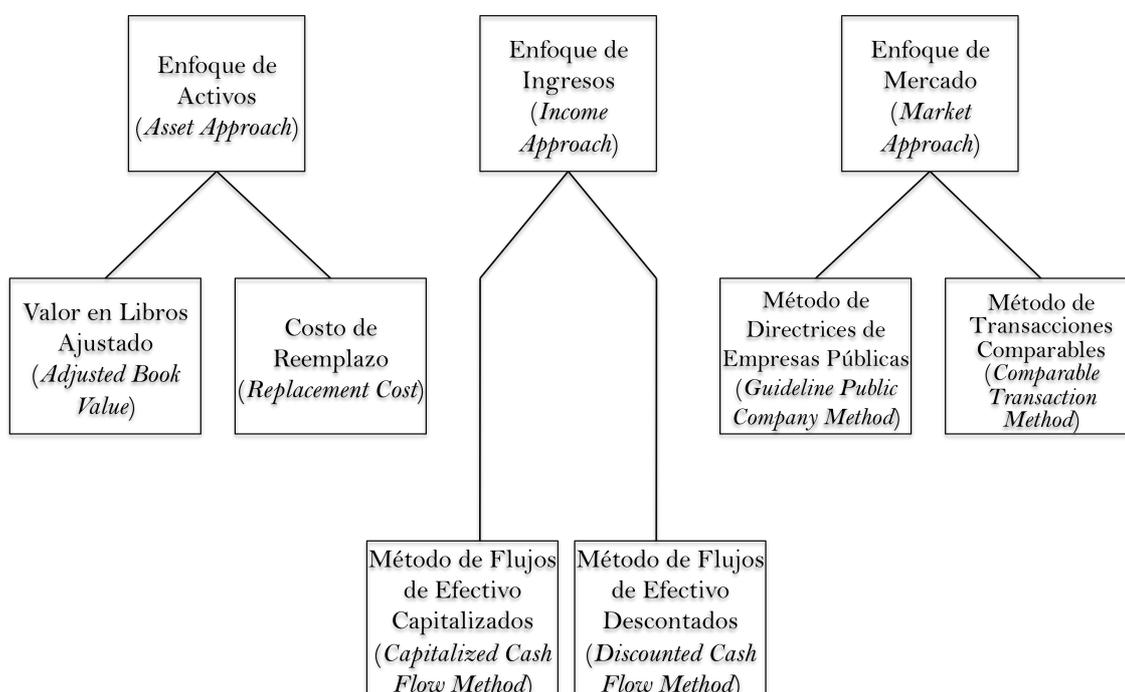


Figura 2.1: Resumen del proceso de valuación de empresas (adaptado de Ratner et al., 2009)

Cuando se valúa una empresa como un negocio en marcha, se deben considerar todos los enfoques anteriores antes de elegir el marco de valuación más apropiado que se utilizará. Normalmente, las entidades que son empresas en marcha se valúan utilizando el enfoque de mercado y/o el enfoque de ingresos. Sin embargo, dependiendo de la industria, también es conveniente utilizar el enfoque de activos. Por ejemplo, en el caso de una empresa de alta capitalización (*asset-intensive businesses*) con baja rentabilidad en relación al capital aportado, su valuación es más apropiada utilizando el enfoque de activos bajo el

supuesto de empresa en marcha.⁹⁷

La utilización de más de una metodología es alentada cuando se desarrolla un dictamen o veredicto de valuación (*valuation opinion*). En muchas ocasiones la utilización de diversos enfoques y metodologías proporcionará un claro indicador del valor de una empresa o un derecho reconocido en una empresa (*business interest*), así al valuarse se obtienen indicadores de valor semejantes, o en su caso, las diferencias esperadas proporcionarán un mejor entendimiento para la adecuada ponderación de los diferentes enfoques (por ejemplo, con frecuencia un enfoque de empresa comparable basado en el indicador financiero Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, EBITDA) dará como resultado una medida de valor inferior que la obtenida a partir del Flujo de Efectivo Descontado (*Discounted Cash Flow*, DCF) que está basado en el pronóstico optimista de la alta dirección de una empresa). Otras veces, diferirán los valores obtenidos por los diversos enfoques y métodos.

Por lo tanto, es importante entender cada enfoque y método de valuación, así como sus respectivas fortalezas y debilidades, con la finalidad de evaluar de manera efectiva la pertinencia de los valores obtenidos con cada enfoque o método. Por último, incluso si solo un enfoque es el adecuado para obtener un valor final, se tiene la posibilidad de utilizar otros enfoques para confirmar o respaldar la valuación resultante. A continuación, se presentan con más detalle cada enfoque y métodos relacionados.

2.7.1 Enfoque de activos

En esta técnica de valuación se utiliza el concepto de reemplazo como indicador de valor. Esto es, el enfoque de activos determina el valor del patrimonio neto (*equity*) de una empresa analizando los activos y las obligaciones o pasivo (*liabilities*) de dicha empresa en algún punto del tiempo, por lo general, esta tarea se lleva a cabo utilizando la información más reciente del balance general previo a la fecha de valuación. Luego, estas cantidades se replantean en términos de valor de mercado mediante la estimación del costo corriente para comprar o reponer el activo en el balance general. Este enfoque se encuentra basado en la teoría de que el inversionista no estará dispuesto a pagar más por un activo, una

⁹⁷ *Ibid.*, p. 37.

empresa o un derecho reconocido en una empresa, que el costo para obtener (comprar vs. crear) un activo sustituto con una utilidad económica similar (principio de sustitución). En general, este enfoque es poco apropiado para valorar una empresa, ya que el resultado que se deriva del mismo, sólo refleja el nivel de las inversiones realizadas y no toma en cuenta las perspectivas futuras de la empresa.⁹⁸

El método de *valor en libros ajustado* (o *valor contable ajustado*) del enfoque de activos requiere que el analista de la valuación examine cada activo tangible e intangible y cada obligación para determinar su valor de mercado. De acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (*Generally Accepted Accounting Principles*, GAAP),⁹⁹ la mayor parte de los activos se reportan en el balance general con valor en libros, establecido por el precio de compra original menos la depreciación acumulada. Cabe decir que el valor de ciertos activos como el efectivo, deudores, sumas o cuentas por cobrar (*accounts receivable*, AR), puede ser muy cercano al valor en libros.¹⁰⁰

Sin embargo, el valor de otros activos no se aproximará al valor en libros. Por ejemplo, el valor de ciertos activos como bienes, plantas y equipo (*property, plant and equipment*, PP&E) rara vez es igual al valor en libros. Asimismo, es posible que los activos intangibles desarrollados internamente no se contabilicen en libros. Así, estos activos deben actualizarse (o ajustarse) a valor de mercado para adecuarse a la naturaleza histórica de los principios GAAP. En muchos casos en donde se adopta este método, la valuación profesional deberá confiarse a otros profesionales o expertos. Por ejemplo, para determinar el valor justo de mercado de maquinaria y cierto equipo especializado, la valuación profesional de una empresa puede confiarse a un concesionario de equipo o subastador para coadyuvar a la valuación.¹⁰¹

Una vez que se ha actualizado el activo del balance general a valor de mercado, se pueden restar las obligaciones o pasivo para obtener el valor de mercado del patrimonio neto de una empresa (*equity of the business*) o un derecho reconocido en una empresa. Al examinar

⁹⁸ *Ibid.*, pp. 38-39.

⁹⁹ Los principios GAAP se refieren al marco normativo de las directrices que se utilizan en una región o un país particular para la contabilidad financiera. Este marco normativo incluye las normas, convenciones y reglamentos contables que se siguen para registrar y resumir las operaciones, y durante la preparación de los estados financieros.

¹⁰⁰ *Ibid.*, p. 39.

¹⁰¹ *Idem.*

las obligaciones o pasivo en el balance general, también se requieren varios ajustes. Estos ajustes pueden incluir la amortización o quita en libros de las cuentas por pagar que sean considerablemente antiguas en donde la administración no cree que serán pagadas las cantidades correspondientes, o la suma de varias obligaciones contingentes como aquellas relacionadas con ciertas actividades anteriores que no están aseguradas u otras reclamaciones contingentes (*contingent claims*).¹⁰²

Otro método de valuación bajo el enfoque de activos es el método de costo de reemplazo (*replacement cost*). Bajo este método, el valor se obtiene determinando el costo para reemplazar los activos de una empresa.

Normalmente, el enfoque de activos se utiliza para empresas de capital intensivo (*capital-intensive companies*). Es importante mencionar que no es correcta la utilización de este enfoque para empresas con activos físicos limitados e importantes activos intangibles, como empresas de servicios o empresas tecnológicas (en estas situaciones, es más apropiado el enfoque de mercado o el enfoque de ingresos). En muchos casos, el enfoque de activos proporciona el valor mínimo seguro (*safe floor value*) de una empresa.¹⁰³

2.7.2 Enfoque de ingresos

El enfoque de ingresos es un enfoque de valuación *intrínseco* a través del cual el valor de una empresa se determina partiendo de los flujos netos de efectivo después de impuestos, disponibles para los accionistas, que una empresa esperar generar en el futuro, descontados a una tasa conveniente que pondere el riesgo y el rendimiento de la inversión. Para encontrar los valores basados en resultados futuros se requerirá tener cifras y tendencias proyectadas que determinen los flujos futuros de una empresa. Este enfoque es el más utilizado dentro de la actividad de fusiones y adquisiciones debido a los niveles de precisión que puede arrojar. En este enfoque se tienen dos importantes métodos de valuación que son los siguientes:

► Método de Flujo de Efectivo Descontado (*Discounted Cash Flow*, DCF)

¹⁰² *Idem*. El término *contingent claim* también se refiere al derecho en expectativa y derecho condicional. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 141.

¹⁰³ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 40.

► Método de Flujo de Efectivo Capitalizado (*Capitalized Cash Flow*, CCF)

Bajo el enfoque de ingresos, el valor de una empresa viene determinado por un proceso que engloba el valor presente de los flujos de efectivo esperados en el futuro ajustados por el costo de capital¹⁰⁴ y los incrementos o reducciones del capital circulante. Los flujos de efectivo esperados se obtienen con base en los planes económicos o comerciales y en las expectativas que tiene la empresa en el futuro. Cabe mencionar que una aplicación exitosa del enfoque de ingresos requiere de un análisis detallado del balance general o financiero, y un entendimiento global de las expectativas futuras de la empresa.

Tanto el método de Flujo de Efectivo Descontado como el método de Flujo de Efectivo Capitalizado incorporan el factor riesgo en la valuación a través del uso de una tasa de descuento o una tasa de capitalización. Las tasas de descuento y las tasas de capitalización miden el riesgo intrínseco en los flujos de efectivo de la empresa sujeta a valuación y se utilizan para determinar el valor presente de los flujos de efectivo o rendimientos futuros esperados.¹⁰⁵

2.7.3 Enfoque de mercado

El enfoque de mercado es un enfoque de valuación *relativo* que determina el valor de una empresa a través de la comparación de la empresa objeto de valuación con los precios de mercado actuales de empresas similares o con los precios de venta también de empresas similares. En otras palabras, la valuación de una empresa bajo este enfoque se lleva a cabo con base en los valores reales conocidos a los que se estén realizando transacciones recientes de empresas razonablemente similares o comparables, o en su caso teniendo como base los valores de empresas que cotizan en bolsa. De esta manera, en esencia, el proceso de valuación es de comparación y correlación del capital invertido de la empresa

¹⁰⁴ Cuando se afirma que el rendimiento adquirido sobre una inversión es de, por ejemplo, 10%, por lo general, se quiere decir que la inversión tendrá un Valor Presente Neto (VPN) positivo sólo si su rendimiento excede de 10%. Otra forma de interpretarlo es que la empresa debe ganar 10% sobre la inversión precisamente para compensar a sus inversionistas por el financiamiento del proyecto. De esta manera, se puede decir que 10% es el costo de capital asociado con la inversión. Es usual que se utilicen de forma indistinta los términos *rendimiento requerido*, *tasa de descuento apropiada* y *costo de capital*, ya que quieren decir esencialmente lo mismo. Lo importante es entender que el costo de capital asociado con una inversión depende del riesgo de esa inversión.

¹⁰⁵ En el Capítulo IV se analizará el concepto de Valor Presente Neto, el cual involucra Flujos de Efectivo Descontados y tasas de descuento.

bajo estudio con el capital de empresas similares.¹⁰⁶

En lo que respecta a la comparación con empresas que cotizan en bolsa, se toman en cuenta diversos factores, como similitud de sus líneas de negocios, estructura de capital, volúmenes de ventas, así como el valor y la tendencia de sus utilidades.

Asimismo, en el enfoque de mercado existen dos métodos principales asociados al enfoque de mercado que son los siguientes:

1. Método de empresas de referencia o de empresas líderes
2. Método de transacciones comparables

El método de empresas de referencia o de empresas líderes determina el valor de una empresa bajo análisis estableciendo un grupo de empresas afines y utilizando valores de mercado de estas empresas para obtener los múltiplos de mercado, y posteriormente aplicar estos múltiplos a los niveles de desempeño financiero representativos de la empresa en cuestión. Algunos de los múltiplos que se utilizan son los siguientes: Valor de Mercado del Capital Invertido/Ingresos; Valor de Mercado del Capital Invertido/Utilidad Antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (EBITDA); Precio o Valor de Mercado del Capital Contable/Utilidad Neta; Precio o Valor de Mercado del Capital Contable/Utilidad Antes de Impuestos; entre otros.

Por otro lado, el método de transacciones comparables determina el valor de una empresa con base en los precios de transacción para el control de empresas comparables. Así, se tiene una lista de transacciones comparables y los precios que se presentan en las mismas se utilizan para calcular los múltiplos de la transacción. Luego, estos múltiplos se aplican a los niveles de desempeño financiero representativos de la empresa bajo estudio.

2.8 Conceptos básicos

Resulta fundamental el entendimiento de los términos (*terms*)¹⁰⁷ y de la aplicación del

¹⁰⁶ HITCHNER, J.R., *Financial Valuation. Applications and Models*, John Wiley & Sons, Ltd., Estados Unidos, 2003, p. 8. RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 40.

análisis de los estados financieros para la valuación de cualquier empresa. La valuación de empresas es un lenguaje así como una actividad técnica, por lo que el lenguaje debe ser preciso asignando significados particulares a los términos que se utilizan en la valuación de empresas. Por consiguiente, es importante contar con definiciones y términos aceptados cuando se tienen exposiciones, informes y testimonios inmersos en una tarea de valuación. En el caso de los EUA, una fuente invaluable de este tipo de información es la *International Glossary of Business Valuation Terms* adoptada por la *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), la *American Society of Appraisers* (ASA), la *National Association of Certified Valuation Analysts* (NACVA), la *International Business Appraisers* (IBA), y la *Canadian Institute of Chartered Business Valuators* (CICBV).¹⁰⁸

Ciertos términos trascendentales como valor de mercado (*market value*) y valor de una empresa en marcha o en el mercado (*enterprise value*) se pueden confundir fácilmente. El uso apropiado de estos términos es esencial para diferenciar entre el valor de los activos disponibles para los accionistas (*market value*) y el valor de los activos disponibles para los deudores y accionistas (*enterprise value*).¹⁰⁹

Además de una correcta aplicación del lenguaje utilizado en la valuación de empresas, llevar a cabo un análisis financiero minucioso resulta ser el fundamento de las opiniones más importantes sobre la tarea de valuación. De este modo, la ausencia de un análisis profundo de los estados financieros, origina que el proceso de valuación se torne dogmático, predecible y propenso a errores. Un análisis financiero (*financial analysis*) meticuloso proporciona un claro entendimiento de la historia de la empresa objeto de valuación y provee una visión de las operaciones futuras de la misma. Además, un análisis financiero formal proporciona una visión de las operaciones de las potenciales empresas de referencia y de las transacciones que se pueden seleccionar para su uso en el enfoque de mercado.¹¹⁰

Asimismo, un análisis financiero es crítico para comprender los factores que afectan el valor de los activos disponibles para deudores (*debt holders*) y accionistas (*equity holders*).

¹⁰⁷ En este caso se traduce *term* como término en el sentido de palabra o frase, y no como periodo de tiempo.

¹⁰⁸ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 41.

¹⁰⁹ *Idem.*

¹¹⁰ *Idem.*

Así, las decisiones financieras, la eficacia para el cobro y las políticas de inversión, entre otros, se pueden evaluar a través de la implementación de razones o *ratios* financieros. Estos *ratios* se pueden utilizar para comparar las prácticas de la industria con las potenciales empresas de referencia, y para la proyección de los flujos de efectivo futuros y la rentabilidad.¹¹¹

2.8.1 Valor de mercado y valor de una empresa en marcha

El valor de mercado (*market value*) es el valor de todos los activos de una empresa, ya sea que esté o no en funcionamiento, disponible para los accionistas después de sustraer las respectivas deudas. En el caso de una empresa cuyas acciones cotizan en bolsa (*public company*), el valor de mercado o valor contable de la participación (*equity value*) es el valor accionario de la empresa determinado como el precio de sus acciones (*stock price*)¹¹² multiplicado por el número de acciones en circulación de dicha empresa. Así, algunos de los términos que se utilizan para referirse al valor de mercado son valor contable de la participación, capitalización bursátil o valor de mercado de las acciones emitidas (*market capitalization*) y valor de oferta (*offer value*).¹¹³

En el mismo sentido, también existen diversos términos que se refieren al valor de una empresa en marcha o en el mercado (*enterprise value*), como valor de la empresa (*company value*), valor de transacción (*transaction value*), valor total de la empresa en marcha (*total enterprise value*), pago o precio total (*total consideration*), valor total (*aggregate value*), valor de mercado del capital aportado (*market value of invested capital*, MVIC), capital aportado total (*total invested capital*, TIC), valor de la compañía o empresa (*firm value*), entre otros.¹¹⁴

Como se mencionó, el valor de una empresa en marcha o en el mercado representa el valor total de las operaciones de la empresa e incluye tanto activos tangibles como intangibles. Esta medida de valor no incluye activos inoperantes (*nonoperating assets*) o activos excedentes (*redundant assets*). Si bien estos últimos activos no se toman en cuenta

¹¹¹ *Idem.*

¹¹² En este contexto, la palabra *stock* se refiere a valores, acciones; este término es prácticamente sinónimo de *shares* en los EUA. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 645.

¹¹³ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 42.

¹¹⁴ *Idem.*

para establecer el valor de una empresa en marcha, en el contexto del procedimiento legal de quiebra en los EUA, los acreedores tienen derechos en todos los activos del deudor, ya sea que dichos activos se utilicen o no en las operaciones y funcionamiento de la empresa en cuestión.¹¹⁵

En caso de que una empresa no tenga activos inoperantes o excedentes, el valor como empresa en marcha es igual al valor de mercado de sus fondos propios (*equity*) más el valor de su deuda. Sin embargo, en los EUA la mayor parte de los tribunales de quiebras reconoce que los precios que el mercado fija a la deuda de una empresa en crisis (*distressed company*) y a las acciones ordinarias antes (*pre-bankruptcy*) y durante el procedimiento legal de quiebra (*bankruptcy*), no son relevantes cuando se valúa una empresa que pronto será reorganizada o reestructurada a través de la aceptación de un plan propuesto por los acreedores en una audiencia contenciosa (*contested plan confirmation hearing*).¹¹⁶

2.8.2 Análisis de los estados financieros

Como ya se mencionó, el análisis profundo de los estados financieros es un componente fundamental y de suma importancia dentro del proceso de valuación. Los estados financieros históricos proporcionan una visión de lo que ha ocurrido en el pasado y de lo que puede esperarse en el futuro.

Sin embargo, en lo que concierne a empresas que concluyen un procedimiento legal de quiebra, o que han sido reestructuradas, es fundamental realizar un análisis de las proyecciones de esta empresa considerando los nuevos planes económicos o comerciales o modelos de funcionamiento. Por ejemplo, los resultados financieros esperados de una empresa que cerró o vendió sus plantas poco rentables en una quiebra serán, por definición, diferentes de los resultados históricos de esta empresa. No obstante, es posible obtener valiosa información como las relaciones entre métricas financieras a partir de un análisis profundo de la información financiera histórica.¹¹⁷

Es claro que no siempre el pasado es el mejor indicador del futuro, en particular, en lo que se refiere a empresas que han sido reestructuradas dentro o fuera de un procedimiento

¹¹⁵ *Idem.*

¹¹⁶ *Ibid.*, pp. 42-43.

¹¹⁷ *Ibid.*, p. 43.

legal de quiebra. Así, en situaciones en las que una empresa ha enfrentado importantes cambios operacionales y financieros, un análisis financiero histórico, que es muy importante en la tarea de valuación, puede tener un papel menos substancial. En cualquier caso, un sólido análisis financiero aporta conocimiento al proceso de valuación.¹¹⁸

Ya para finalizar este capítulo, se tiene que los cimientos de la valuación de empresas inician con más preguntas que respuestas. Entre algunas de las preguntas que se tienen son: ¿Cuál es el propósito de la valuación? ¿Cuál es el estándar de valor y la premisa adecuada de valor para cierta situación? ¿Qué se está valuando, la empresa, una posición dominante de control en el patrimonio neto o una participación minoritaria sin control en el patrimonio neto? ¿Cuál es el negocio principal de la empresa y qué enfoque resulta conveniente para utilizarse en esta situación? ¿Cómo se desarrolla el negocio en términos financieros, de operación y en comparación con empresas similares y/o con cierta industria? A menos que se entiendan y se resuelvan estas interrogantes, los enfoques y metodologías que se utilizan para obtener un valor son simplemente ejercicios teóricos y matemáticos que aportan poco o ningún valor para los interesados.¹¹⁹

2.9 Conclusiones

Primera. El valor de una empresa se entiende como la estimación del precio, o valor fundamental, que una empresa tendrá en un momento relevante. Este momento puede presentarse en la transferencia de control de una empresa, o de una fusión, o una alianza; o el de obtención de capital en los mercados de capitales. Así, es necesario indicar que el valor de una empresa no es absoluto, sino que depende ampliamente de las características estructurales de la empresa evaluada, su situación particular y el propósito de la valuación.

Segunda. Los *Bankruptcy Courts* son los tribunales federales que están dedicados exclusivamente a la administración del procedimiento de la quiebra, y presididos por un juez de la quiebra. La quiebra legal es declarada por tal corte.

¹¹⁸ *Idem.*

¹¹⁹ *Ibid.*, p. 50

Tercera. En el caso de los tribunales de los EUA, éstos ordenan a los profesionales o expertos en temas de valuación utilizar los mismos enfoques y métodos de valuación que se emplean en otros contextos. Sin embargo, algunas veces los *Bankruptcy Courts* de los EUA sugieren métodos o aplicaciones específicas de los mismos que son exclusivos para el caso particular de los requerimientos del *Bankruptcy Law*.

Cuarta. Para la legislación federal de los EUA se presenta la insolvencia cuando la suma de los bienes del deudor valorados de forma justa, son insuficientes para pagar sus deudas. De esta manera, jurídicamente para el caso de los EUA la valuación tiene un papel importante en el contexto del Derecho Concursal.

Quinta. Durante el procedimiento legal de quiebra en los EUA, es común la necesidad de valorar unidades de negocio de un cierto deudor o activos específicos propiedad del deudor. Además, los precedentes judiciales (*case law*) en los EUA, pueden sugerir el marco de valuación que se utilizará para determinar el *valor justo* de una empresa.

Sexta. Los tribunales de quiebras de los EUA tienden a utilizar la premisa de valuación de negocio en marcha, que representa el valor total de las operaciones de una empresa e incluye tanto activos tangibles como intangibles.

Así, una vez estudiada la importancia de la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil, se profundiza aún más esta tarea en el siguiente capítulo para el caso particular de los EUA.

CAPÍTULO III. Valuación de empresas y su importancia en el procedimiento legal de quiebra de los Estados Unidos de América

3.1 Introducción

Los Estados Unidos de América es la economía más fuerte y su sistema jurídico uno de los más desarrollados en la actualidad, por lo que es importante conocer cómo se concibe la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil de este país.

El presente capítulo cuyo nombre es “Valuación de empresas y su importancia en el procedimiento legal de quiebra de los Estados Unidos de América”, precisamente destaca la importancia de la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil de los EUA. Los incisos principales de este capítulo son: El derecho de quiebras de los Estados Unidos de América; Introducción a la estructura del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América; Inicio de un procedimiento legal de quiebra y presentación de listas; Capítulo 7 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América; Capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América; Evasión de apoderamientos bajo el Código de Quiebras: preferencias; Evasión de apoderamientos bajo el Código de Quiebras: transferencias fraudulentas de bienes; Principios de valuación a partir de los tribunales de quiebra; y finalmente las conclusiones capitulares.

Los métodos de investigación jurídica que se emplearon para elaborar este capítulo son: el método sintético: al condensar la información contenida; el método analítico: al desglosar cada punto que integra este capítulo; y el método sistémico: al dar un orden a los puntos contenidos.

3.2 El Derecho de Quiebras de los Estados Unidos de América

El procedimiento del Derecho Concursal anglosajón busca la liberación del deudor de todas sus deudas, ya sea con o sin el consentimiento de sus acreedores y su paradigma se

encuentra en la institución angloamericana de la descarga (*discharge*).¹²⁰ Esta institución se refiere a ciertas disposiciones que, teniendo un punto de partida en la inembargabilidad de ciertos bienes y adicionando una regla según la cual se establece la extinción de todos los créditos con independencia del grado de satisfacción obtenido por los acreedores (y más allá de que después el deudor llegue a mejor fortuna), de acuerdo con Dasso (2008), “pone en evidencia la intención política del legislador de evitar por cualquier medio que la solución concursal se convierta precisamente en la eliminación definitiva del mercado del comerciante fallido”.¹²¹

Así, el objeto de la quiebra es doble:

1) Le permite a una persona que atraviesa una situación complicada con sus deudas, quedar libre de sus responsabilidades de manera apropiada, de tal manera que pueda alcanzar un comienzo nuevo (*fresh start*); y,¹²²

2) Provee la equidad en la distribución de la propiedad del deudor entre los acreedores del mismo rango¹²³

Precisamente, este segundo objetivo, bajo la institución de la *discharge*, constituye el rasgo de diferenciación esencial del Derecho de quiebras angloamericano con respecto a otros ordenamientos.¹²⁴

Asimismo, en esta institución de la descarga existe “un propósito que consiste en *maximizar el activo* con el cual deben ser satisfechos los acreedores, de manera de incentivar que a la quiebra no se llegue habiendo desaparecido la mayor parte del patrimonio”.¹²⁵

¹²⁰ En el contexto del Derecho Concursal Mercantil, el término *discharge* se traduce como rehabilitación, descargo; fallido o quebrado rehabilitado. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 250.

¹²¹ DASSO, A.A., *op. cit.*, p. 615.

¹²² *Idem.*

¹²³ *Idem.*

¹²⁴ *Ibid.*, p. 616.

¹²⁵ *Idem.*

Antes de continuar es conveniente mencionar que las palabras *Bankrupt* o *Bankruptcy*, que corresponden a quiebra en inglés, no es del todo precisa dicha traducción. Esto es, en los EUA la palabra *Bankrupt* se aplica “al estado o condición de una persona individual, socio o sociedad, o municipalidad que es incapaz de pagar sus deudas existentes o previsibles. La condición de quien está en esas circunstancias es tal que tiene el derecho del beneficio de la Ley Federal de Quiebras”.¹²⁶

Asimismo, el término *Bankrupt* “incluye una persona contra quien haya sido presentada una petición (involuntaria) o la persona que ha presentado una petición voluntaria, o ha sido declarada en quiebra. La palabra ‘quebrado’ no es utilizada en la Ley Federal de Quiebras ‘deudor’ es en todo caso la palabra utilizada”.¹²⁷

En los párrafos anteriores la Ley Federal de Quiebras o Código de Quiebras de los EUA hacen referencia al *United States Bankruptcy Code*. Asimismo, cabe precisar que la Ley Federal de Quiebras es una ley federal conforme al art. 1º Sección 8 de la Constitución de los EUA, y las leyes de los Estados en particular, en conflicto con la ley federal, deben subordinarse a la misma.¹²⁸

3.3 Introducción a la estructura del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América

El actual Derecho Concursal Mercantil o Derecho de quiebra en los EUA se encuentra regulado en el Título 11 (*Title 11. Bankruptcy and Appendix*) y en el Título 28 (*Title 28. Judiciary and Judicial Procedure and Appendix*) del *United States Code*.¹²⁹ En el último caso, la creación y la jurisdicción de los Tribunales de Quiebras se encuentran en el Título 28.

El Título 11 está integrado por nueve Capítulos, originalmente contenía siete Capítulos, luego se amplió para la regulación de la crisis del empresario agrícola en 1986 (Capítulo 12 “*Adjustment of Debts of a Family Farmer or Fisherman with Regular Annual Income*”) y

¹²⁶ *Ibid.*, p. 678.

¹²⁷ *Idem.*

¹²⁸ *Ibid.*, pp. 622 y 679.

¹²⁹ El Código de los Estados Unidos de América (*United States Code*) es una consolidación y codificación por materias de las leyes generales y permanentes de los EUA. El Código es preparado por la *Office of the Law Revision Counsel* de la *United States House of Representatives*.

más recientemente para el tratamiento de la insolvencia internacional (Capítulo 15 “*Ancillary and other Cross-Border Cases*”), incorporado por la reforma *Bankruptcy Prevention Abuse and Consumer Protection* del 17 de octubre de 2005.¹³⁰

Cabe mencionar que en los EUA los profesionales o expertos valuadores que proveen sus servicios de valuación en relación con un caso judicial de quiebra (*bankruptcy case*) (o concurso mercantil en México) deben tener conocimientos firmes en *Bankruptcy Law* (Derecho Concursal Mercantil en México). Así, este apartado tiene la finalidad de introducir y explicar los conceptos más importantes dentro de la legislación de quiebras de los EUA que frecuentemente son relevantes para la práctica de la valuación. Cuando se contrata un experto para solicitar su opinión en un caso judicial de quiebra o concurso mercantil, es imprescindible que este experto tenga suficiente tiempo para entender el contexto completo de su trabajo y los principios jurídicos aplicables al caso.¹³¹

Como se mencionó, el Código de Quiebras de los EUA (*Title 11 of the United States Code*), se encuentra organizado en capítulos, sin embargo, la mayor parte de las personas normalmente tienen en cuenta y se concentran sólo en el Capítulo 7 (*Chapter 7*) relativo a Liquidaciones (*Liquidation*) y en el Capítulo 11 (*Chapter 11*) relativo a Reestructuras (*Reorganization*). Asimismo, se tienen los Capítulos 1, 3 y 5 que contienen normas de aplicación general a los otros capítulos o común a todo proceso concursal.¹³²

A continuación se presenta de manera muy general los Capítulos que integran el Título 11.¹³³

El Capítulo 1. Disposiciones generales (*Chapter 1. General provisions*), contiene disposiciones de carácter general, incluyendo definiciones. Por ejemplo, en este capítulo se describen las facultades (y ciertas limitantes) del tribunal de quiebras (*bankruptcy court*) (§ 105. *Power of court*);¹³⁴ también se describen las normas que rigen qué entidades pueden o no realizar una solicitud de procedimiento legal de quiebra (*file for bankruptcy*) (solicitud

¹³⁰ uscode.house.gov.

¹³¹ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 95.

¹³² *Idem.*

¹³³ Ver uscode.house.gov para más detalles sobre el *United States Code*.

¹³⁴ El símbolo § se refiere a *Section* (Sección) o *Sec.*

de concurso mercantil en México) (§ 109. *Who may be a debtor*).¹³⁵

El Capítulo 3. Administración de la causa (*Chapter 3. Case administration*), cubre diversos aspectos sobre la administración del proceso referidos al inicio de causas voluntarias (§ 301. *Voluntary cases*), Causas conjuntas (§ 302. *Joint cases*) y Causas involuntarias (§ 303. *Involuntary cases*); además se describe el requerimiento al deudor (*debtor*) para asistir a un concurso de acreedores (§ 341. *Meetings of creditors and equity security holders*). El Capítulo 3 contiene también los principales artículos correspondientes al tema de valuaciones: en relación con la protección adecuada (§ 361. *Adequate protection*);¹³⁶ en relación a la suspensión automática y los fundamentos de la protección judicial a partir de la suspensión automática (§ 362. *Automatic stay*);¹³⁷ y en relación con el régimen del uso, venta y arrendamiento de los bienes del deudor (§ 363. *Use, sale, or lease of property*). Por último, se tiene un conjunto de reglas (*rules*) en § 364. *Obtaining credit*, que rigen la capacidad del deudor para pedir dinero en préstamo.¹³⁸

El Capítulo 5. Los Acreedores, el Deudor y la Masa Concursal (*Chapter 5. Creditors, the Debtor, and the Estate*), contiene una extensa variedad de disposiciones relacionadas con la Presentación de las pruebas de créditos o derechos societarios (§ 501. *Filing of proofs of claims or interests*), la Asignación de créditos o derechos societarios (§ 502. *Allowance of claims or interests*) y la Asignación de gastos administrativos (§ 503. *Allowance of administrative expenses*). También incluye las Limitaciones a las atribuciones de anulación (§ 546. *Limitations on avoiding powers*), esto es, entre otras cosas, los derechos y atribuciones del Síndico (*trustee*)¹³⁹ o deudor en posesión (*debtor in possession*) para evitar (y reparar económicamente los daños y perjuicios) Transferencias preferenciales¹⁴⁰ (§ 547.

¹³⁵ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 95.

¹³⁶ En el contexto del procedimiento legal de quiebra o concurso mercantil, el término *adequate protection* se refiere a la protección judicial instaurada para proteger el valor del derecho prendario de un acreedor con garantía de modo que no se depreciará durante el juicio concursal.

¹³⁷ La suspensión automática es un mandato judicial que interrumpe automáticamente demandas, ejecuciones hipotecarias, retenciones de pagos y toda actividad de cobro en contra del deudor en el momento en que se presenta la declaración de concurso mercantil.

¹³⁸ DASSO, A.A., *op. cit.*, p. 623. RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 95.

¹³⁹ En general, la palabra *trustee* se refiere a fideicomisario, administrador, administrador fiduciario, síndico, interventor, liquidador, administrador de un consorcio o *trust*; consignatario; comisario de las obligaciones; miembro del consejo de administración de una fundación. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 686. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *Diccionario Jurídico. English-Spanish. Inglés-Español*, Editorial Heliasta S.R.L, Argentina, 1996, p. 630.

¹⁴⁰ Las transferencias preferenciales (*preferential transfers*) se refieren a la cesión de bienes en favor de ciertos acreedores, efectuada por un deudor insolvente, en detrimento de los restantes.

Preferences) y Transferencias fraudulentas y obligaciones (§ 548. *Fraudulent transfers and obligations*).¹⁴¹

Es importante mencionar que en lo que respecta al tema de la valuación, la Sección 506. Determinación de la condición de privilegiado (§ 506. *Determination of secured status*), estipula que el valor se determinará considerando el propósito de la valuación y de la disposición o uso propuesto para dicha propiedad, y en conjunto con la audiencia sobre dicha disposición o uso, o sobre un plan que afecta el derecho de dicho acreedor. Por consiguiente, la valuación en una quiebra no es fija o estática.¹⁴²

El Capítulo 7. Liquidación (*Chapter 7. Liquidation*), contiene disposiciones que regulan las formas de pago a los acreedores, a través de la liquidación del patrimonio.¹⁴³

El Capítulo 9. Ajuste de deudas de un municipio (*Chapter 9. Adjustment of debts of a municipality*), contiene las condiciones para que un municipio o ente público pueda ser sujeto del procedimiento, y éstas son: 1) Autorización por medio de la ley estatal; 2) Presupuesto material de insolvencia; 3) Posibilidad de proposición de plan de pago; y 4) Acuerdo de acreedores que representen la mayoría de los créditos que no puedan ser integralmente pagos.¹⁴⁴

El Capítulo 11. Reestructuración (*Chapter 11. Reorganization*), contiene disposiciones aplicables a la reorganización o reestructuración (o intento de reestructuración) de un deudor. Cabe precisar que la reestructuración es aquel proceso concursal en el que se reestructuran los pasivos de una sociedad (empresa o comerciante), convirtiéndose parte de las deudas en capital o modificándose el carácter preferido de accionistas o debenturistas. El Capítulo 11 es el medio principal para la reestructuración de entidades mercantiles (*commercial entities*) como corporaciones (*corporations*), sociedades de responsabilidad limitada (*limited liability companies*) y sociedades colectivas o sociedades comanditarias (*partnerships*).¹⁴⁵ Aunque las personas físicas (*individuals*) tienen derecho a presentar casos judiciales de quiebra bajo el Capítulo 11, son las empresas que se

¹⁴¹ DASSO, A.A., *op. cit.*, pp. 623, 687, 690 y 741. RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 96.

¹⁴² *Ibid.*, p. 695. *Ibid.*, p. 35.

¹⁴³ *Ibid.*, p. 624. *Ibid.*, p. 96.

¹⁴⁴ *Idem.*

¹⁴⁵ La *partnership* es una organización comercial típica del mundo anglosajón.

encuentran en dificultades operacionales y financieras las que usualmente utilizan y se sujetan a la tutela del Capítulo 11 de modo que estas empresas pueden reestructurar sus obligaciones de deuda (*debt obligations*) y tener una oportunidad para subsanar sus asuntos operativos.¹⁴⁶

El Capítulo 12. Ajuste de deudas de un granjero familiar o pescador con un ingreso anual regular (*Chapter 12. Adjustment of debts of a family farmer or fisherman with regular annual income*), rompe la nomenclatura con numeración impar, y constituye, por ahora, el único Capítulo con numeración par del Título 11. Las características de este procedimiento son las siguientes: 1) La instancia corresponde solamente al deudor; estando excluida su posibilidad a los acreedores; 2) Es condición la existencia de un rédito anual regular; 3) Se mantiene la regla del *debtor in possession*. El *trustee*, salvo expresa decisión judicial, no asume la administración; 4) El inicio del procedimiento implica el *automatic stay*, esto es, la paralización de las acciones contra el deudor; 5) El plan está dirigido a distintas clases de acreedores; y 6) Requiere homologación judicial.¹⁴⁷

El Capítulo 13. Ajuste de deudas de un individuo con un ingreso regular anual (*Chapter 13. Adjustment of debts of an individual with regular income*), “solamente constituye exigencia excluyente la existencia de persona física con ingreso normal, sin que las reglas determinen el monto”.¹⁴⁸

El Capítulo 15. Procedimientos vinculados y otros casos transfronterizos (*Chapter 15. Ancillary and other cross-border cases*), adopta el modelo de ley recomendado por la Comisión de Naciones Unidas para el Comercio Internacional (UNCITRAL) para la denominada “Quiebra Internacional”, con relación al reconocimiento de los procedimientos extranjeros y cooperación entre tribunales de los distintos países.¹⁴⁹

¹⁴⁶ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 96.

¹⁴⁷ DASSO, A.A., *op. cit.*, p. 626. Más adelante se explican los conceptos jurídicos mencionados en este párrafo.

¹⁴⁸ *Ibid.*, p. 627.

¹⁴⁹ *Idem.*

3.4 Inicio de un procedimiento legal de quiebra y presentación de listas

Un caso judicial de quiebra se tramita ante un juez federal de distrito. De acuerdo con las disposiciones sobre competencia, el juez de distrito que puede declarar la quiebra es aquel del territorio en donde el deudor tiene el principal asiento de sus negocios, residencia o domicilio durante los 6 meses precedentes. Si no se cumple la condición anterior, y también cuando el deudor ha sido declarado en quiebra en el extranjero, es suficiente la presencia de bienes dentro del distrito para que el juez sea competente.

Un caso judicial de quiebra voluntario se inicia con la presentación de una solicitud ante un tribunal de quiebras. Entre otras cosas, la solicitud indica si esta presentación por parte de la empresa (*company*), es decir, el deudor, se sujeta al Capítulo 7 o al Capítulo 11 (o bajo alguno de los capítulos restantes ya mencionados). Después de que se ha presentado la solicitud de quiebra, normalmente se le denomina deudor (*debtor*) a la empresa solicitante, y a no ser que se designe un Síndico (*trustee*) por el tribunal de quiebras para asumir el control de las operaciones, el deudor sujeto al procedimiento legal de quiebra o procedimiento concursal, continúa en la posesión y administración de sus bienes (*debtor in possession*).¹⁵⁰ Poco tiempo después de la presentación de la solicitud, el deudor es requerido para presentar sus listas de activos (*schedules of assets*) y deudas, y un informe sobre su situación financiera y de operaciones (*statement of financial affairs*, SOFA). Es importante mencionar que la información contenida en las listas y en el informe anteriormente aludido (SOFA) puede ser muy útil para el experto relacionado con el testimonio (*testimony*) de una valuación.¹⁵¹

3.5 Capítulo 7 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América

Una persona (*person*) (en donde se incluyen personas físicas (*individuals*), sociedades colectivas o sociedades comanditarias (*partnerships*), y sociedades mercantiles o sociedades por acciones (*corporations*) (que a su vez incluyen a las sociedades de responsabilidad

¹⁵⁰ En síntesis, el término *debtor in possession* se refiere al deudor sujeto a un proceso concursal, que continúa en la posesión y administración de sus bienes. En otras palabras, el término *debtor in possession* se refiere a una empresa en quiebra o en suspensión de pagos que, ante los tribunales, actúa como su propio Síndico de quiebra. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 230. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, p. 172.

¹⁵¹ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 96.

limitada (*limited liability corporations*, LLCs), pero que excluyen una entidad gubernamental (*governmental unit*) que reside o tiene un domicilio, un domicilio comercial (*place of business*) o bienes (*property*) en los EUA, puede ser un deudor bajo el Capítulo 7, salvo ferrocarriles (*railroad*), aseguradoras nacionales o extranjeras, bancos, asociaciones o sociedades de ahorro y crédito inmobiliario (*savings and loan associations*), u otras organizaciones similares. En relación con la presentación de un caso judicial de quiebra bajo el Capítulo 7, la *Office of the United States Trustee* designará en un inicio a un Síndico, que continuará fungiendo como tal a no ser que sea elija un Síndico diferente por los acreedores. Así, el Síndico cobra y vende los activos o bienes del deudor. A los acreedores asegurados o con garantía que se les adeuda más dinero en comparación con el valor de su garantía prenda (*collateral*) normalmente adquieren el derecho a embargar procurando la compensación a partir de la suspensión automática (la cual, si no se anula, evitará una ejecución coactiva (*foreclosure*)¹⁵²).¹⁵³

Asimismo, el Síndico busca y reivindica los créditos (*claims*) para recuperar las preferencias y las alineaciones o disposiciones de bienes en fraude a los acreedores (*fraudulent conveyances*). Después de que finaliza el proceso de liquidación, el Síndico distribuye los fondos reunidos, valor neto de costos y honorarios, a los acreedores de acuerdo con las prelación que estipula el Código de Quiebras.¹⁵⁴

3.6 Capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América

3.6.1 Visión general

Sólo una persona que puede ser un deudor bajo el Capítulo 7 (excepto agencias de valores (*stockbrokers*) o corredores especializados en los mercados de materias primas (*commodity brokers*)), ferrocarriles, banco estatales (*state member bank*)¹⁵⁵ no asegurados, o ciertas sociedades mercantiles que dirigen cámaras de compensación multilaterales (*multilateral*

¹⁵² En general, la palabra *foreclosure* se refiere a la ejecución de una hipoteca, como aquel procedimiento ejecutivo hipotecario, juicio hipotecario, embargo de bienes hipotecados o ejecución coactiva. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, pp. 329-330.

¹⁵³ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 97.

¹⁵⁴ *Idem.*

¹⁵⁵ En los EUA los bancos estatales se rigen por las normas propias del Estado en donde se fundó y no por las de la *Federal Reserve System*. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 642.

clearing organizations), pueden ser deudores bajo el Capítulo 11 del Código de Quiebras. En términos más simples, la mayor parte de empresas con riesgo (*commercial ventures*) son aptas para presentar su reestructuración bajo el Capítulo 11 del Código de Quiebras.¹⁵⁶

El Capítulo 11 está diseñado para preservar el valor de la empresa en marcha del deudor al tiempo que reestructura sus deudas. No es requisito que la entidad sea insolvente para buscar la protección judicial voluntaria regulada de conformidad con el Capítulo 11. Normalmente, el deudor queda en posesión de sus bienes (*debtor in possession*) y lleva a cabo sus actividades comerciales mientras prepara un plan de reestructuración (o liquidación). Bajo ciertas circunstancias, se puede designar un Síndico para quedar a cargo de la administración y operación de la empresa del deudor, y un caso judicial de quiebra bajo el Capítulo 11 se puede convertir en un caso judicial de quiebra bajo el Capítulo 7. Un deudor en posesión de sus bienes (*debtor in possession*) tiene las facultades o poderes más importantes de un Síndico, como la anulación de apoderamientos (*avoiding powers*)¹⁵⁷. Normalmente, cuando el Código de Quiebras emplea la palabra *trustee* se refiere también al deudor en posesión de sus bienes. Es importante mencionar que un juez de quiebras (*bankruptcy judge*) también puede sobreseer un juicio o caso judicial de quiebra bajo el Capítulo 11.¹⁵⁸

El objetivo final de un juicio de quiebra bajo el Capítulo 11, es la confirmación de un plan bajo dicho capítulo. En caso de confirmarse, el plan es un contrato vinculante (*binding contract*) (es decir, con fuerza jurídica vinculante proveniente de una sentencia definitiva de un tribunal de quiebras) entre el deudor (*debtor*), sus acreedores (*creditors*) y accionistas (*equity holders*). El plan confirmado (convenio entre los acreedores y el quebrado) funciona como un contrato de crédito excepcional ("*super*" *credit agreement*), que entre otras cosas, reestructura las deudas de una empresa.¹⁵⁹

¹⁵⁶ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 97.

¹⁵⁷ El término *avoiding (avoidance) powers* también conocido como *strong arm clause* es un mecanismo que anula derechos que se creen asegurados o con garantía pero que en realidad no están garantizados. En otras palabras, dicho término se refiere a las facultades que se le otorgan al Síndico o al deudor en posesión de sus bienes para recuperar determinadas transferencias como preferencias (*preferences*) o transferencias fraudulentas (*fraudulent transfers*) o para anular retenciones o embargos preventivos instauradas antes del inicio de un juicio de concurso mercantil.

¹⁵⁸ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 97.

¹⁵⁹ *Ibid.*, p. 98.

Un camino cada vez más común adoptado en los casos judiciales de quiebra bajo el Capítulo 11 es la venta de todos, o básicamente todos, los activos del deudor mediante el uso de la Sección 363 (§ 363. *Use, sale, or lease of property*). Por lo general, una venta bajo esta sección se efectúa en situaciones en las que una empresa no tiene suficiente liquidez para seguir asumiendo las pérdidas durante el tiempo requerido para confirmar el plan. Suele ocurrir que después de una venta bajo esta sección, el caso judicial de quiebra se convierta en un caso bajo el Capítulo 7, y el Síndico cobrará las preferencias o transferencias fraudulentas, o aquellos créditos o derechos (junto con diversos activos que no fueron parte de la venta bajo la Sección 363), se convierten en un fideicomiso en proceso de liquidación (*liquidating trust*) en beneficio de los acreedores.¹⁶⁰

3.6.2 Deudor en posesión

Normalmente, el deudor permanece en posesión de sus activos y continúa dirigiendo sus negocios. Así, el Código de Quiebras se refiere al deudor como *deudor en posesión* (de sus bienes) (*debtor in possession, DIP*), sin embargo, se le conoce simplemente como “deudor”, a no ser que se designe un Síndico y éste quede a cargo del control y administración de los bienes del deudor. El consejo de administración (*board of directors*) del deudor actúa como fiduciario y es responsable de la maximización del valor de la “Masa Concursal (*the estate*)” (todo el conjunto de activos o bienes del deudor). Como se sabe, los directivos de un deudor mantienen un deber de lealtad, de cuidado y de buena voluntad hacia la corporación y sus accionistas, sin embargo, cuando una corporación se torna insolvente o fallida, según las leyes de la mayoría de estados de los EUA, los directivos también tienen dichas obligaciones en beneficio de los acreedores. En este caso, los acreedores (y no sólo los accionistas) se encuentran legitimados para hacer valer sus créditos o derechos en el incumplimiento de obligaciones fiduciarias (*breach of fiduciary duty claims*) en nombre de la empresa.¹⁶¹

3.6.3 Uso, venta o arrendamiento de los bienes

Durante el procedimiento legal de quiebra, el deudor tiene el derecho de operar su empresa, vender bienes o hacer negocios, así como interponer demandas judiciales, cobrar

¹⁶⁰ *Idem.*

¹⁶¹ *Idem.*

deudas, etc. El deudor podrá participar en transacciones en el curso normal de sus negocios sin la aprobación del tribunal de quiebras. Sin embargo, para las transacciones fuera del curso normal de sus negocios, es obligatorio para el deudor el aviso previo a los acreedores y, en ocasiones, una audiencia y la correspondiente aprobación del tribunal de quiebras. Asimismo, es obligatoria la debida notificación a los acreedores en relación con cualquier uso, venta o arrendamiento de los bienes fuera del curso normal de sus negocios para un deudor bajo el Capítulo 11. Tras la presentación de una objeción apropiada y la solicitud de una audiencia, el tribunal decidirá si permite o no la venta propuesta o transacción. Por lo general, se permite la venta de todos los activos antes de la confirmación de un plan, aunque algunos tribunales tienen opiniones restrictivas en transacciones de este tipo; en particular, no se aprobarán aquellas transacciones que son “planes insidiosos de reestructuración (*creeping plans of reorganization*)”. Estas ventas bajo la Sección 363 (§ 363. *Use, sale, or lease of property*) han sido una herramienta cada vez más popular debido a que los activos se venden rápidamente al mejor postor y se evitan ciertos costos en un caso prolongado de reestructuración.¹⁶²

3.6.4 Uso de efectivo como garantía de pago

El deudor debe obtener la aprobación del tribunal de quiebras (o el consentimiento del acreedor asegurado o con garantía) para utilizar efectivo como garantía de pago (*cash collateral*), es decir, efectivo o equivalentes de efectivo en donde una parte tiene un derecho garantizado (*secured interest*). Cuando no se tiene el consentimiento, el tribunal puede autorizar el uso de efectivo como garantía de pago sólo si el deudor convence al tribunal que puede proveer protección adecuada (*adequate protection*) al acreedor con garantía. La existencia de una garantía de capital (*equity cushion*) puede constituir protección adecuada. Si un acreedor con garantía desea colaborar con el deudor mientras éste intenta la reestructuración, el acreedor con garantía con frecuencia estará de acuerdo con el financiamiento del deudor en posesión, más que simplemente acceder al uso de efectivo como garantía de pago del deudor.¹⁶³

¹⁶² *Ibid.*, pp. 98-99.

¹⁶³ *Ibid.*, p. 99.

3.6.5 Suspensión automática

Uno de los derechos tutelados (*fundamental protections*) más importantes del Código de Quiebras es la suspensión automática (*automatic stay*). La presentación de una demanda de quiebra (*bankruptcy petition*) (ya sea un caso judicial de quiebra bajo el Capítulo 7 o bajo el Capítulo 11), opera como una suspensión o interrupción (*stay*)¹⁶⁴ (aplicable a todas las entidades o personas (*entities*)) de (entre otras cosas):¹⁶⁵

1. La entrada o la continuación de una actuación judicial, administrativa o de otro tipo, en contra del deudor que fue o pudo haber sido emprendida antes del inicio del caso judicial de quiebra (*bankruptcy case*), o para recuperar un crédito (*claim*) en contra del deudor que se presentó antes del inicio del caso judicial de quiebra.
2. La ejecución de una sentencia (*enforcement*) en contra del deudor o en contra de la propiedad de la masa concursal (*property of the estate*), emanada antes del inicio del caso judicial de quiebra.
3. Cualquier acto para obtener la propiedad de la masa concursal a partir de la posesión o para ejercer el control sobre la propiedad de la masa concursal.
4. Cualquier acto para crear, perfeccionar o ejecutar algún privilegio o derecho de preferencia (*lien*) de un acreedor en contra de la propiedad de la masa concursal.
5. Cualquier acto para crear, perfeccionar o ejecutar algún privilegio o derecho de preferencia en contra del patrimonio del deudor en la medida en que dicho privilegio garantice un crédito que surgió antes del inicio del caso judicial de quiebra.
6. Cualquier acto para cobrar, valorar o recuperar un derecho o una pretensión en contra del deudor que surgió antes del inicio del caso judicial de quiebra.
7. La compensación de cualquier deuda a cargo del deudor originada antes del inicio del caso judicial de quiebra en contra de cualquier derecho o pretensión no favorable para el

¹⁶⁴ En general el término *stay* se refiere a la suspensión o interrupción de un procedimiento, ordenada por un juez. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 587.

¹⁶⁵ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 99.

deudor.

Resulta de particular interés para un deudor y sus acreedores el simple hecho de que la suspensión automática interrumpe los esfuerzos de cobro normales (cartas de requerimiento de pago (*demand letters*), demandas (*lawsuits*) y juicios hipotecarios (*foreclosure proceedings*)). Existen numerosas excepciones en cuanto a los alcances de la suspensión automática, pero donde no existe alguna excepción que se pueda aplicar, como regla general, el tribunal debe proporcionar protección judicial al acreedor a partir de la suspensión (a través de la revocación, modificación o condicionando la suspensión) ya sea (1) con causa, justificación o motivo suficiente, que se determina para incluir la falta de protección adecuada de un interés jurídico o derecho sobre la propiedad (*interest in property*); o (2) con respecto a la suspensión de un acto en contra de la propiedad si (a) el deudor no tiene participación en la propiedad y (b) dicha propiedad o bienes no son necesarios para una eficaz reestructuración. En cualquiera de estos dos casos, es o puede ser necesaria una tarea de valuación.¹⁶⁶

3.6.6 Protección adecuada para un acreedor asegurado o con garantía

Cuando un acreedor asegurado o con garantía (*secured creditor*) tiene derecho a una protección adecuada, ésta se puede proporcionar siempre y cuando:¹⁶⁷

1. Se solicite al Síndico¹⁶⁸ realizar pagos al contado (*cash payments*) a dicha entidad, en la medida en que la suspensión automática, el uso, la venta o el arrendamiento de los bienes o la propiedad, o cualquier concesión de un privilegio o derecho de preferencia de un acreedor para garantizar un préstamo, conlleve a una reducción en el valor de los bienes de dicho acreedor.

2. Se proporcione a dicho acreedor un privilegio o derecho de preferencia adicional o sustituto en la medida en que la suspensión, el uso, la venta, el arrendamiento, o la concesión, conlleve a una reducción en el valor de los bienes de dicho acreedor.

¹⁶⁶ *Ibid.*, p. 100.

¹⁶⁷ *Idem.*

¹⁶⁸ Se mencionó que este término (Síndico) utilizado en el Código de Quiebras, incluye al deudor en posesión.

3. Se conceda otra protección judicial que resulte en la realización de dicho acreedor de la “indubitable equivalente (*indubitable equivalent*)” de los bienes de este acreedor.

Es importante mencionar que los conceptos de valor y disminución de valor son fundamentales para cualquier negociación o disputa legal en relación a la protección adecuada.

3.6.7 Financiamiento del deudor en posesión

También, en el Capítulo 11 del Código de Quiebras se trata la capacidad del deudor para pedir prestado. En un caso judicial de quiebra, sin la autorización de algún tribunal, un deudor puede contraer deuda para el curso normal de sus negocios que se reconocerá como un gasto administrativo (*administrative expense*). Normalmente, estos gastos administrativos u obligaciones (*postbankruptcy obligations*) se suelen pagar a medida que se van cumpliendo los plazos en el curso normal de negocios durante la sustanciación del caso judicial de quiebra (*pendency of the case*)¹⁶⁹ (suponiendo que el deudor tiene suficientes fondos de operación).¹⁷⁰

La deuda sin garantía que se contrae fuera del curso normal de negocios (del deudor) se debe autorizar por el tribunal de quiebras. En caso de que el deudor no pueda obtener crédito sin garantía (normalmente este es el caso), el tribunal puede autorizar que contraiga deuda, garantizada con los bienes libres de gravamen (*unencumbered property*) del deudor, o garantizada con un derecho de retención secundario (*junior lien*) sobre los bienes libres de gravamen, o en todo caso a través de un crédito prioritario administrativo (*administrative priority claim*), al cual se le da preferencia sobre los otros costos administrativos u obligaciones.¹⁷¹

Asimismo, el tribunal puede autorizar la obtención de un crédito garantizado a través de un derecho de retención preferencial o equitativo (*senior or equal lien*) sobre la propiedad de la masa concursal libre de deudas (*encumbered property of the estate*) sólo si (1) el deudor

¹⁶⁹ En México, según la teoría de la sustanciación de la demanda, ésta debe contener una exposición circunstanciada de los hechos, acompañada de su calificación jurídica. DE PINA, R. y DE PINA, R., *op. cit.*, p. 450.

¹⁷⁰ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 101.

¹⁷¹ *Idem.*

no puede obtener crédito de otra manera y (2) existe una protección adecuada del patrimonio del titular del derecho de retención sobre los bienes en los que dicho derecho de retención preferencial o equitativo (*senior or equal lien*) propuesto se otorgue. Por lo general, a esto se le conoce como *Financiamiento del Deudor en Posesión (Debtor in Possession (DIP) Financing)*. Además de las cláusulas y condiciones normales que se tienen en un contrato de crédito, por lo general, un deudor en posesión prestamista requerirá una serie de cláusulas y condiciones adicionales a la financiación que se utilizarán para mantener el apalancamiento financiero (*leverage*) y el control durante el caso judicial de quiebra. Por ejemplo, el deudor en posesión prestamista suele imponer fechas de vencimiento ajustadas con la finalidad de requerir del deudor acelerar el proceso y permitir que el prestamista prive al deudor de sus bienes afectados por impago si no se logra un plan o venta dentro del período de tiempo especificado.¹⁷²

3.6.8 Comité Oficial de Acreedores sin Garantía

En la mayoría de los casos judiciales de quiebra se nombra un comité de acreedores. La Oficina del Síndico de los EUA (*The Office of the U.S. Trustee*), que es una división del Departamento de Justicia (*Department of Justice*) de ese país, nombrará (normalmente) los siete acreedores sin garantía más grandes, aptos y dispuestos para desempeñar ciertas responsabilidades. Esto es, se conforma el Comité Oficial de Acreedores sin Garantía (*Official Committee of Unsecured Creditors*). Así, este comité de acreedores puede (entre otras cosas) (1) consultar con el deudor en posesión lo relativo a la administración del caso judicial de quiebra; (2) investigar los actos, el comportamiento, los activos o bienes, el pasivo, y la situación financiera del deudor, el funcionamiento de las operaciones del deudor y la conveniencia de la continuación de estas operaciones o negocio, y cualquier otra materia relevante para el caso judicial de quiebra o para la formulación de un plan; (3) ser partícipe en la formulación de un plan y aportar sugerencias o recomendaciones al respecto; y (4) solicitar el nombramiento de un Síndico (*trustee*) o examinador.¹⁷³

3.6.9 Síndico

Aunque la regla general es que un deudor permanece en posesión, el tribunal debe

¹⁷² *Idem.*

¹⁷³ *Idem.*

ordenar el nombramiento de un Síndico (*trustee*): (1) con causa, justificación o motivo suficiente (que se define para incluir el fraude, la deshonestidad, la incompetencia, la mala gestión evidente de los actos y operaciones del deudor a través de la dirección empresarial actual, ya sea antes o después del inicio del caso judicial de quiebra); o (2) si dicho nombramiento actúa en favor de los acreedores, los accionistas, y de otros derechos societarios de la masa concursal (*interests of the estate*), sin considerar el número de titulares de los activos financieros (*holders of securities*) del deudor o de la cantidad de activos o deudas (*assets or liabilities*) del deudor.¹⁷⁴

3.6.10 Examinador

En caso de que no se haya nombrado un Síndico, el tribunal de quiebras puede ordenar el nombramiento de un examinador (*examiner*) con el objetivo de investigar al deudor y si son apropiados los actos y operaciones del mismo, incluyendo una investigación en relación a imputaciones de fraude, deshonestidad, incompetencia, comportamientos ilícitos, mala gestión, o irregularidades en las operaciones del deudor por la actual o anterior administración.¹⁷⁵

3.6.11 Plan de reestructuración: exclusividad

Un deudor tiene un período exclusivo para presentar un plan de reestructuración, esto es, 120 días después de la presentación de la solicitud del procedimiento legal de quiebra, y posteriormente buscar la aprobación de este plan dentro de los 60 días. Estos períodos exclusivos son muy importantes, ya que favorecen el entorno de la negociación para el deudor, debido a que invitan a la negociación de los distintos grupos con el deudor con respecto a un plan particular u otro procedimiento. Cabe decir que el tribunal puede prolongar este periodo de exclusividad con causa, justificación o motivo suficiente, y los tribunales normalmente concederán prórrogas, al menos durante los primeros meses del caso judicial de quiebra. Sin embargo, la exclusividad se encuentra limitada a una prórroga de 18 meses para presentar un plan y 20 meses para buscar la aceptación. El tribunal de quiebras puede poner fin a la exclusividad con causa, justificación o motivo suficiente. El nombramiento de un Síndico bajo el Capítulo 11 extingue de manera

¹⁷⁴ *Ibid.*, pp. 101-102.

¹⁷⁵ *Ibid.*, p. 102.

automática la exclusividad.¹⁷⁶

3.6.12 Plan de Reestructuración: contenido

Entre otras cosas, un plan de reestructuración *debe*:¹⁷⁷

1. Señalar los tipos de créditos (*claims*).¹⁷⁸
2. Especificar los tipos de créditos o derechos societarios (*interests*) que no se ven afectados por el plan.
3. Especificar la forma de tratar ciertos tipos de créditos o derechos societarios que se ven afectados por el plan.
4. Proporcionar el mismo tratamiento para cada crédito o derecho societario de un tipo particular, a no ser que el titular de un crédito o derecho societario específico esté de acuerdo con un tratamiento menos favorable para dicho crédito o derecho societario particular.
5. Proporcionar los medios adecuados para la implementación del plan, como:
 - a. La retención por el deudor de la totalidad o parte de la propiedad de la masa concursal.
 - b. La transferencia de la totalidad o parte de la propiedad de la masa concursal a una o más entidades, ya sea organizada antes o después de la confirmación de dicho plan.
 - c. Fusión o consolidación del deudor con una o más personas.

¹⁷⁶ *Idem.*

¹⁷⁷ *Idem.*

¹⁷⁸ En el contexto de quiebras, el término *claims* se refiere a los derechos de devolución de los préstamos realizados por los acreedores en contra de un deudor; estos derechos pueden ser los siguientes: derechos en cantidad prefijada (*liquidated*), derechos o pretensiones sujetos a disputa, litigio o determinación (*unliquidated*); derechos fijos o determinados (*fixed*); derechos en expectativa o condicionales (*contingent*); créditos exigibles (*matured*); no vencidos (*unmatured*); derechos garantizados (*secured*); derechos no garantizados (*unsecured*); créditos subordinados (*subordinated*); jurídicos (*legal*) o derechos (o pretensiones) susceptibles de dar lugar a acciones bajo el régimen de *Equity* (*equitable*). ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 156.

- d. La venta de la totalidad o parte de la propiedad de la masa concursal, ya sea sujeta o libre a un derecho de retención, o la distribución de la totalidad o parte de la propiedad de la masa concursal entre aquellos que tienen un derecho societario (*interest*) sobre la propiedad de la masa concursal.
- e. El cumplimiento o modificación de algún derecho de retención.
- f. La cancelación o modificación de algún contrato (*indenture*) o instrumento similar.
- g. La eliminación de los vicios y defectos o el desistimiento de algún incumplimiento.
- h. Extensión de la fecha de vencimiento (*maturity date*) o un cambio en la tasa de interés u otro término del capital emitido en acciones (*outstanding securities*).
- i. Modificación de la escritura de constitución (*charter*) del deudor.
- j. Emisión de títulos financieros

Un plan de reestructuración *puede*.¹⁷⁹

1. Afectar o dejar intacto todo tipo de créditos, garantizados o sin garantía, o derechos societarios.
2. Mantener la subrogación, rechazo o cesión de cualquier contrato con prestaciones pendientes (*executory contract*) o arrendamiento vigente del deudor no rechazado anteriormente en virtud de dicha sección.
3. Mantener:
 - a. El acuerdo o rectificación de cualquier crédito o derecho societario concernientes al deudor o a la masa concursal.
 - b. La retención y la ejecución por parte del deudor, por el Síndico o por el representante de la masa concursal nombrado para este propósito, de algún crédito o derecho societario.

¹⁷⁹ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 103.

4. Adoptar medidas para la venta de toda o prácticamente toda la propiedad de la masa concursal, y la distribución de los beneficios de esta venta entre los titulares de los créditos o derechos societarios.

5. Modificar los derechos de los titulares de créditos con garantía (*secured claims*), excepto el garantizado sólo por un derecho de garantía real (*security interest*) en bienes inmuebles (*real property*), esto es, el domicilio principal del deudor, o de los titulares de créditos sin garantía, o dejar sin efecto los derechos de los titulares de otro tipo de créditos.

6. Incluir cualquier otra disposición apropiada que no sea contradictoria con las normas aplicables del Código de Quiebras.

3.6.13 Declaración de divulgación

No se puede solicitar la aceptación o rechazo de un plan una vez que haya iniciado el caso judicial de quiebra, a no ser que, al momento o antes de dicha solicitud, se presente un resumen del plan y se emita una declaración de divulgación (*disclosure statement*)¹⁸⁰ aprobada por el tribunal. El Código de Quiebras determina que el tribunal de quiebras puede aprobar una declaración de divulgación sin la valuación del deudor o un avalúo de los activos del deudor. Sin embargo, si el plan liquida o cancela los fondos propios anteriores (*old equity*) o un tipo de acreedores, es normal incluir en la declaración de divulgación un análisis de liquidación (o análisis del riesgo crediticio) del deudor.¹⁸¹

La declaración de divulgación se asemeja a un prospecto de emisión (*prospectus*). Esta declaración se encuentra prevista para ofrecer información adecuada a los acreedores y a las partes interesadas (*parties in interest*)¹⁸² y con ello tomar una decisión informada en el plan. La información adecuada (*adequate information*) se refiere a la información única en su tipo, y con suficiente detalle, en la medida de lo posible factible teniendo en cuenta la

¹⁸⁰ El término *disclosure* se refiere a la divulgación, declaración, publicación; revelación; publicación de información normalmente reservada; puede ser preceptiva. Por ejemplo, los datos de una empresa y su situación financiera que por ley tienen que ser del dominio público; en esta acepción, *disclosure*, por antonomasia, se refiere más a la obligación que al contenido. Por lo tanto, *disclosure statement* se entiende como declaración de divulgación o cláusula de divulgación. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 250.

¹⁸¹ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, pp. 103-104.

¹⁸² El término *parties in interest* se refiere a las partes que tienen derechos relativos al objeto de un juicio y la legitimación consiguiente. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, p. 461.

naturaleza e historia del deudor y el estado de los libros de contabilidad y registros del deudor, incluyendo una exposición de las más importantes consecuencias fiscales federales potenciales del plan, que permita a un inversionista hipotético realizar una decisión informada acerca del plan. En el caso de una pequeña empresa, el tribunal puede determinar que el plan en sí mismo proporcione información adecuada y que no se requiera una declaración de divulgación por separado.¹⁸³

3.6.14 Aceptación del plan por los acreedores

Cierto tipo o categoría de créditos (*class of claims*) acepta un plan de reestructuración si dicho plan es aceptado por los acreedores que poseen al menos dos terceras partes del monto y más de la mitad del número de los derechos o créditos reconocidos de este tipo o categoría que en efecto han votado para aceptar o rechazar dicho plan, sin incluir alguna aprobación o rechazo que no fue de buena fe, o que no se ha solicitado u obtenido de buena fe.¹⁸⁴

Para confirmar un plan, si alguna categoría de créditos se ve afectada, al menos una categoría de créditos que se ve perjudicada bajo el plan debe aceptar dicho plan (establecido sin incluir la aceptación del plan por cualquier persona con información privilegiada (*insider*)).¹⁸⁵

No se necesita mucho para que se perjudique una categoría de créditos o derechos societarios, aunque ciertos casos han rechazado un deterioro patrimonial (*impairment*)¹⁸⁶ falso. Una categoría de créditos o derechos societarios se ve perjudicada bajo un plan a no ser que, con respecto a cada crédito o derecho societario de dicha categoría, el plan:¹⁸⁷

1. Permite no alterar los derechos subjetivos (*legal rights*),¹⁸⁸ los derechos derivados del

¹⁸³ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 104.

¹⁸⁴ *Idem.*

¹⁸⁵ *Idem.*

¹⁸⁶ La palabra *impairment* alude a la situación contable en la que los pasivos son superiores a los activos. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 373.

¹⁸⁷ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 104.

¹⁸⁸ El término *legal right* se refiere al derecho subjetivo que es tutelado por el Derecho estricto o *Common Law*, en contraposición al que surge del régimen *Equity*. Vale la pena recordar que *Equity* es el sistema jurídico desarrollado en Inglaterra paralelamente al sistema de Derecho estricto e

régimen de *Equity (equitable rights)* y los derechos contractuales (*contractual rights*) a los que dicho crédito o derecho societario otorgan derecho o legitiman al titular de los mismos o

2. A pesar de cualquier disposición contractual o derecho aplicable (*applicable law*) que legitima al titular de dicho crédito o derecho societario para solicitar o recibir el pago adelantado de dicho crédito o derecho societario después del incidente del incumplimiento de pago (*default*)

a. Sanea cualquier incumplimiento de pago de sus vicios o defectos que se haya presentado antes o después del inicio del caso judicial además de ciertos incumplimientos de pago inmediatos.

b. Restablece el vencimiento de dicho crédito o derecho societario, ya que este vencimiento existía antes de dicho incumplimiento de pago.

c. Indemniza al titular de dicho crédito o derecho societario por los daños ocasionados como consecuencia de una confianza fundada (*reasonable reliance*)¹⁸⁹ por dicho titular de esa disposición contractual o derecho aplicable.

d. Si este crédito o derecho societario surge de cierta inobservancia para cumplir una obligación no monetaria además de un incumplimiento derivado de la falta para operar contratos de arrendamiento de bienes raíces no residenciales, se indemniza al titular de este crédito o derecho societario (que no sea el deudor o una persona con información privilegiada) ante cualquier pérdida monetaria sufrida por dicho titular como consecuencia de este incumplimiento.

e. De otra manera no altera los derechos subjetivos (*legal rights*), los derechos derivados del régimen de *Equity (equitable rights)* y los derechos contractuales (*contractual rights*) a los que dicho crédito o derecho societario otorga el derecho o legitima al titular de los mismos.

incorporado en general al régimen jurídico anglo-norteamericano. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, pp. 223 y 367.

¹⁸⁹ La palabra *reliance* se refiere a la condición de quien, confinado o basándose en afirmaciones o promesas de otra persona, modifica su posición jurídica o su conducta para adecuarla a esas afirmaciones o promesas. *Ibid.*, p. 530.

3.6.15 Confirmación del plan

El tribunal de quiebras celebrará una audiencia (*hearing*) relacionada con la confirmación del plan y cualquier parte con interés en el litigio (*party in interest*) puede objetar la confirmación del mismo. El Código de Quiebras establece diversos requisitos específicos que deben cumplirse antes de que el tribunal pueda confirmar un plan, en los que se incluyen los siguientes:¹⁹⁰

1. El plan cumple con las disposiciones aplicables del Código de Quiebras;
2. El proponente (normalmente, el deudor es el proponente del plan, pero como se mencionó, una vez que se ha extinguido la exclusividad, una parte distinta al deudor puede proponer un plan) del plan cumple con las disposiciones aplicables del Código de Quiebras; y
3. El plan se ha propuesto de buena fe y no a través de algún medio prohibido por la ley.
4. Es poco probable que la confirmación del plan sea seguida por la liquidación o el requerimiento de una reestructuración financiera más a fondo del deudor, a no ser que esta liquidación o reestructuración sea propuesta por el plan.

Prueba Concursal de los Mejores Derechos Societarios de los Acreedores (*Best Interests of Creditors Test*). Existen varios requisitos específicos para la confirmación que traen consigo cuestiones relacionadas con la valuación. El primero se conoce como prueba concursal del “mejor derecho societario de los acreedores” (aunque también se aplica a los derechos societarios sobre el patrimonio neto (*equity interests*)), y en esencia significa que para cualquier acreedor en una categoría inferior a la normal (*impaired class*) cuyo voto es “no”, el plan debe producir al menos un resultado igual de bueno que el que obtendría el acreedor con una liquidación bajo el Capítulo 7.¹⁹¹

¹⁹⁰ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 105.

¹⁹¹ *Ibid.*, pp. 105-106.

Cram Down.¹⁹² Otro requisito para la confirmación de un plan es que, con respecto a cada tipo o categoría de créditos (o derechos societarios), (1) esta categoría ha aceptado el plan, o (2) esta categoría no es inferior bajo el plan. Si se cumplen todos los requisitos para la confirmación de un plan con excepción del presente, el plan tiene la posibilidad de ser confirmado si éste no discrimina arbitrariamente, y es *justo y equitativo* (*fair and equitable*) con respecto a cada categoría de créditos o derechos societarios que se vea afectada bajo, y no ha aceptado, el plan. A esto se le conoce como *cram down*.¹⁹³

3.6.16 Efecto de la confirmación

El plan de reestructuración será vinculante para todos los acreedores y las partes con derechos societarios o partes interesadas (*parties in interest*) independientemente de si los acreedores aceptan el plan. El efecto general del plan es el cumplimiento de las obligaciones o adeudos anteriores al caso judicial de quiebra.¹⁹⁴

3.7 Evasión de apoderamientos bajo el Código de Quiebras: preferencias

La atribución o facultad para evitar preferencias (*preferences*) ayuda a garantizar la igualdad de distribución para los acreedores. Por ejemplo, un acreedor podría ser más agresivo que otro en sus esfuerzos de cobro antes del caso judicial de quiebra. Si el deudor no puede pagar a todos los acreedores, el acreedor agresivo se beneficiará en perjuicio del acreedor menos agresivo. El derecho de preferencia (*preference law*)¹⁹⁵ trata de equiparar las recuperaciones (*recoveries*) pertinentes colocando los pagos en la masa concursal (*bankruptcy estate*) para distribuirse proporcionalmente a todos los acreedores.¹⁹⁶

¹⁹² En general, el término *cramdown* se refiere a la confirmación de un plan de pago de deudas en un proceso de quiebra, efectuado en contra de los deseos de algunos acreedores disidentes. ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *op. cit.*, p. 204.

¹⁹³ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 106.

¹⁹⁴ *Idem*.

¹⁹⁵ El término *preference law* respalda la teoría detrás de la quiebra, ya que permite a un deudor recuperar los pagos realizados a los acreedores en los 90 días anteriores a la presentación del caso judicial de quiebra. Así, en otras palabras, el *preference law* está destinado para ocuparse de aquellos acreedores que ven la presentación del caso judicial de quiebra en el horizonte e intensifiquen sus esfuerzos de cobro usuales (*collection efforts*) con el fin de recibir el pago completo de sus créditos (*claims*) antes de que se presente el caso.

¹⁹⁶ *Ibid.*, pp. 106-107.

El Código de Quiebras presenta los requisitos que el deudor debe establecer para evitar una preferencia y recuperar la cantidad transferida. En general, una preferencia es una transferencia (normalmente un pago mediante cheque o transferencia bancaria electrónica (*wire transfer*)) del deudor hacia un acreedor, debido a una deuda anterior (*antecedent debt*)¹⁹⁷ (normalmente deuda comercial (*trade debt*)), realizada mientras el deudor era insolvente y dentro de los 90 días anteriores a la fecha en que se presentó el caso judicial de quiebra (un año en el caso de una transferencia hacia una persona con información privilegiada (*insider*)), que permite al acreedor recibir más de lo que habría recibido si la transferencia no se hubiese hecho y el acreedor recibe el pago en un caso bajo el Capítulo 7.¹⁹⁸

Desde el punto de vista de la valuación, la pregunta clave es si el deudor era insolvente en el momento de la transferencia. Durante el período de retroacción (*reachback period*) de 90 días, se presume la insolvencia (pero puede ser refutado), sin embargo, para las transferencias que se presentan en el período de 90 días a un año, el Síndico debe demostrar la insolvencia.¹⁹⁹

3.8 Evasión de apoderamientos bajo el Código de Quiebras: transferencias fraudulentas de bienes

Existen dos importantes tipos de transferencias fraudulentas de bienes (*fraudulent transfers*) que se pueden recuperar en beneficio de los acreedores: (1) las transferencias realizadas por el deudor con la intención real de obstaculizar, retrasar, o defraudar a los acreedores y (2) las transferencias realizadas por el deudor que son constructivamente fraudulentas con relación a los acreedores. En el caso más simple, se considera constructivamente fraudulenta una transferencia realizada por el deudor si: (1) la transferencia la efectúa el deudor sin recibir un valor razonablemente equivalente a cambio de la transferencia y (2) era insolvente en ese momento.²⁰⁰

¹⁹⁷ El término *antecedent debt* se refiere a una deuda anterior a un acto que la incorpora, cancela o modifica. También se refiere a la deuda que por su antigüedad respecto de la solicitud de quiebra carece de preferencia. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, pp. 48-49.

¹⁹⁸ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, pp. 106-107.

¹⁹⁹ *Idem.*

²⁰⁰ *Idem.*

Cuando se objeta una transferencia como constructivamente fraudulenta, como mínimo se torna obvia la necesidad de una valuación: con la finalidad de ganar el caso judicial de quiebra, el Síndico está obligado a demostrar que *el deudor era insolvente* al momento de la transferencia. Esta cuestión de la insolvencia del deudor es igual de importante en un caso de intención real (*actual intent case*), ya que cuando el jurado o el órgano investigador (*fact finder*)²⁰¹ responde a la pregunta acerca de si el deudor realizó la transferencia con la intención real, el jurado está legitimado para considerar (entre otras pruebas circunstanciales o pruebas indiciarias) si el deudor era insolvente cuando se hizo la transferencia.²⁰²

3.9 Principios de valuación a partir de los tribunales de quiebra

En los EUA es común que los tribunales de quiebras enfrenten asuntos relacionados con la valuación. Como se mencionó, la Sección 506. Determinación de la condición de privilegiado (§ 506. *Determination of secured status*) del Código de Quiebras, dispone que el valor se determinará considerando el propósito de la valuación y de la disposición o el uso propuesto para dicho bien, y en colaboración con alguna audiencia (*hearing*) sobre dicha disposición o uso, o sobre un plan que afecte el derecho de dicho acreedor. En ciertas ocasiones, el lenguaje del Código de Quiebras proporciona una mejor orientación para el experto y el tribunal. Por ejemplo, el Código de Quiebras define el término *insolvente*. En el caso de una persona moral, como es el caso de una corporación (*corporation*),²⁰³ la palabra *insolvente* se refiere a la “situación financiera de manera que la suma de las deudas de esta corporación es mayor que todos los bienes de esta corporación, en una valuación justa...” (la definición completa incluye algunos detalles adicionales que no son relevantes aquí). Sin embargo, el Código de Quiebras no proporciona orientación alguna sobre lo que significa “*en una valuación justa*”, o cómo un experto debe conducirse en el proceso para

²⁰¹ El término *fact finder* se refiere al órgano que determina los hechos relativos a una causa. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, p. 245.

²⁰² RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 107.

²⁰³ En general, el término *corporation* se refiere a una persona jurídica. Incluye entes con fines de lucro (*for profit corporations*), sin fines de lucro (*not for profit corporations*) y entes estatales (*government owned*). En un sentido más estrecho, sociedad por acciones, cuya organización y estructura se asemejan a las de las sociedades anónimas de otros sistemas jurídicos. Conjuntamente con las sociedades de personas (*partnerships*), las empresas conjuntas (*joint ventures*) y las empresas unipersonales, constituye una de las posibles formas jurídicas de organización de la empresa. CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *op. cit.*, p. 148.

obtener un dictamen de una valuación justa.²⁰⁴

Los tribunales de quiebra se ven obligados a ocuparse individualmente de estos asuntos subyacentes. Como se mencionó, se han utilizado diferentes métodos y enfoques de valuación y en ocasiones estos enfoques son únicos en un contexto jurídico ante un tribunal. Sin embargo, como regla general en el caso de una empresa en marcha, los tribunales de quiebras y los textos sobre valuación coinciden en que: las valuaciones se encuentran basadas en la expectativa de las ganancias futuras. Este principio (y las incertidumbres o dudas intrínsecas en un enfoque de valuación) fue enfáticamente estipulado en un importante caso judicial de quiebra decidido en 1941 por la Suprema Corte de los Estados Unidos, *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois*.²⁰⁵

3.10 Conclusiones

Primera. El actual Derecho Concursal Mercantil de los EUA se encuentra regulado en el Título 11 (*Title 11. Bankruptcy and Appendix*) y en el Título 28 (*Title 28. Judiciary and Judicial Procedure and Appendix*) del *United States Code*.

Segunda. El Capítulo 11 del Código de Quiebras de los EUA está diseñado para preservar el valor de la empresa en marcha del deudor al tiempo que reestructura sus deudas.

Tercera. El objetivo final de un juicio de quiebra bajo el Capítulo 11 del Código de Quiebras de los EUA, es la confirmación de un plan bajo dicho capítulo. En caso de confirmarse, el plan es un contrato vinculante entre el deudor, sus acreedores y accionistas.

Cuarta. Es común que los tribunales de quiebras de los EUA enfrenten asuntos relacionados con la valuación y, entre otras cosas, el valor se determina considerando el

²⁰⁴ RATNER, I. *et al.*, *op. cit.*, p. 108.

²⁰⁵ Para más detalles de este caso judicial de quiebra ver ANDERSON, P., "U.S. Supreme Court Rule of Valuation as Applied to Corporate Reorganization", *Marquette Law Review*, Vol. 27, 1943, pp. 111-124.

propósito de dicha valuación.

Quinta. Sin embargo, el Código de Quiebras no proporciona alguna orientación sobre el término “valuación justa”, o cómo un perito debe conducirse para obtener una dictamen de una valuación justa.

Sexta. En el caso de una empresa en marcha, los tribunales de quiebras de los EUA concluyen que las valuaciones se encuentran basadas en la expectativa de las ganancias futuras.

Así, una vez analizada de manera más profunda la importancia de la valuación de empresas en el Derecho Concursal Mercantil, se da paso al siguiente capítulo para proponer un concepto de valor social de la empresa.

CAPÍTULO IV. Hacia un concepto de valor social de la empresa

4.1 Introducción

El nombre de este capítulo es “Hacia un concepto de valor social de la empresa” y en esencia se propone un concepto de valor social de la empresa así como un modelo conceptual de maximización del valor social de la empresa, dejando para trabajos posteriores la formalización del modelo en términos matemáticos. En el primer capítulo se concluyó que la LCM y su exposición de motivos no proporcionan una definición de valor social de la empresa y sobre el criterio de maximizar este valor.

Para arribar a un concepto de valor social de la empresa en esta tesis, es necesario presentar en qué consisten la Evaluación Privada de Proyectos y la Evaluación Social de Proyectos.

Así, los incisos principales de este capítulo son: fundamentos de la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos; propuesta de concepto de valor social de la empresa; y las conclusiones capitulares.

Los métodos de investigación jurídica que se emplearon para elaborar este capítulo son: el método sintético: al condensar la información contenida; el método analítico: al desglosar cada punto que integra este capítulo; y el método sistémico: al dar un orden a los puntos contenidos en el mismo.

4.2 Fundamentos de la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos

4.2.1 Proyectos de inversión pública y proyectos de inversión privada

Como punto de partida, conviene destacar que lo esencial de un proyecto es que siempre implica costos y beneficios para quien lo realiza. Por ello, se puede decir que la mayor parte de las decisiones humanas (si no es que todas) se pueden catalogar como proyectos. Estas decisiones pueden darse a nivel individual, familiar, empresarial, organizacional, de

la comunidad, o de los distintos niveles de gobierno. Asimismo, se tiende a pensar que los proyectos son obras físicas, carreteras, puentes, edificios o fábricas. Sin embargo, también es posible decir que son proyectos un programa de salud o de educación, o una iniciativa para crear una norma jurídica ambiental o comercial, o en general para modificar o crear una ley, debido a que en esencia su realización implica costos y/o beneficios para la sociedad.

De acuerdo con el sector al que pertenecen los proyectos de inversión, éstos pueden ser del sector privado, sector público y de participación mixta. Los proyectos de inversión del sector privado se refieren a las inversiones que realizan las empresas cuyo capital se encuentra constituido por particulares y los principales índices de rendimiento están determinados, esencialmente, por la utilidad que genera la inversión, tomando en cuenta el costo de financiamiento del proyecto de inversión.

Los proyectos de inversión del sector público, por su parte, representan las inversiones que lleva a cabo la Administración Pública y para la evaluación de los resultados o del rendimiento de estos proyectos de inversión es a través de los beneficios que generan a la sociedad. Finalmente, los proyectos de inversión de participación mixta se presentan cuando el Estado orienta la participación de la inversión privada, aportando parte del capital, con la finalidad de estimular la generación de bienes o servicios necesarios para la sociedad.

En términos más precisos, en la Administración Pública Federal de México, con base en los Lineamientos para la Elaboración y Presentación de los Análisis Costo y Beneficio de los Programas y Proyectos de Inversión (2013),²⁰⁶ expedidos por la Subsecretaría de Egresos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), se entiende por:

Programas de inversión: “Acciones que implican erogaciones de gasto de capital no asociadas a proyectos de inversión”.²⁰⁷

²⁰⁶ “Lineamientos para la Elaboración y Presentación de los Análisis Costo y Beneficio de los Programas y Proyectos de Inversión” (en adelante Lineamientos). Publicados en el DOF el 30 de Diciembre de 2013.

²⁰⁷ *Idem.*

Programas y proyectos de inversión:

Conjunto de obras y acciones que llevan a cabo las dependencias y entidades de la Administración Pública Federal para la construcción, ampliación, adquisición, modificación, mantenimiento o conservación de activos fijos, con el propósito de solucionar una problemática o atender una necesidad específica y que generen beneficios y costos a lo largo del tiempo.²⁰⁸

Proyectos de inversión:

Acciones que implican erogaciones de gasto de capital destinadas a obra pública en infraestructura, así como la construcción, adquisición y modificación de inmuebles, las adquisiciones de bienes muebles asociadas a estos proyectos, y las rehabilitaciones que impliquen un aumento en la capacidad o vida útil de los activos de infraestructura e inmuebles.²⁰⁹

Como se mencionó, básicamente las clasificaciones de los proyectos obedecen al tipo de criterio que se seleccione. Es decir, con base en el sector al que pertenece un proyecto se tienen proyectos privados y proyectos públicos. En un proyecto privado, se invierten recursos privados y se espera obtener un rendimiento para los inversionistas privados. En el caso de un proyecto que pretende realizar un gobierno (federal, estatal o municipal), se invierten recursos de la sociedad y se espera para ésta un rendimiento o una mejora en su bienestar.

Los proyectos de inversión privada surgen de un número importante de decisiones que diariamente llevan a cabo personas, familias o empresas que intentan resolver un problema o aprovechar una oportunidad. En principio, las autoridades de un país no deberían preocuparse de las decisiones privadas, siempre y cuando se trate de proyectos que no ocasionen un efecto negativo a la sociedad, en cuyo caso deben instrumentarse mecanismos apropiados para que el sector privado “internalice” los costos que ello implica, haciendo posible que la rentabilidad privada se asemeje a la social en el sentido de dejar que el inversionista privado lleve a cabo decisiones que favorezcan a la sociedad.²¹⁰

²⁰⁸ *Idem.*

²⁰⁹ *Idem.*

²¹⁰ CEPEP, *Apuntes Sobre Evaluación Social de Proyectos*, BANOBRAS-CEPEP, México, 2007, p.

Es claro que la rentabilidad social de las inversiones realizadas en un país determinado está directamente relacionada con su capacidad de crecimiento. Es decir, en la medida en que se lleven a cabo proyectos de inversión rentables, la economía del país crecerá y, viceversa, si se realizan proyectos de inversión no rentables, se tendrá un pobre crecimiento económico.

4.2.2 Evaluación social de proyectos y evaluación privada de proyectos

Como inicio conviene mencionar que cuando la evaluación de un proyecto de inversión se hace desde el punto de vista de un inversionista en particular (como un empresario), se estará haciendo una evaluación privada del proyecto, en el sentido de que los costos y beneficios que se deben identificar, medir y cuantificar son aquéllos que resulten importantes desde el punto de vista del inversionista privado. Por otro lado, cuando la identificación, medición y cuantificación se hace desde el punto de vista de todos los agentes económicos que conforman una comunidad nacional, se estará efectuando una evaluación social del proyecto.²¹¹ A continuación, se analiza con más detalle la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos.

Evaluación social de proyectos

En el contexto de la evaluación de proyectos, a qué se refiere la palabra “social”. Según el Centro de Estudios para la Preparación y Evaluación Socioeconómica de Proyectos (CEPEP) de México,²¹² no se hace un uso correcto de la palabra y, en consecuencia, el concepto confunde a muchas personas. Así, algunas personas tienen la noción de que las técnicas de la evaluación social de proyectos sólo se aplican a los proyectos denominados “sociales”, como los proyectos de educación, vivienda, salud, nutrición, justicia y previsión

21.

²¹¹ CONTRERAS, E., “Evaluación de Inversiones Públicas: enfoques alternativos y su aplicabilidad para Chile”, *Documento de Trabajo*, Universidad de Chile, Chile, 2001, p. 3.

²¹² El Centro de Estudios para la Preparación y Evaluación Socioeconómica de Proyectos (CEPEP), es un fideicomiso creado en marzo de 1994 por el gobierno federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y administrado por el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras). Este centro tiene como propósito contribuir a optimizar el uso de los recursos destinados a la realización de proyectos y programas de inversión, así como la capacitación permanente en preparación y evaluación socioeconómica de proyectos, para todos los niveles de gobierno. Ver www.cepep.gob.mx. Consultada el 10 de diciembre de 2015.

social. Otras personas piensan que al usar la palabra “social” se está dando a entender que los estudios analizan también el impacto en la distribución del ingreso, nacional o regional, que un proyecto traerá consigo con su ejecución. Por tanto, dentro de la evaluación de proyectos la palabra “social” se refiere a la sociedad de un país, en cuanto a si su riqueza o bienestar se verá beneficiada o se dañará al canalizar parte de sus recursos disponibles a una cierta aplicación.²¹³

Así, los Lineamientos presentan una definición para la evaluación socioeconómica señalando que:

Evaluación socioeconómica:

Evaluación del programa o proyecto desde el punto de vista de la sociedad en su conjunto, con el objeto de conocer el efecto neto de los recursos utilizados en la producción de los bienes o servicios sobre el bienestar de la sociedad. Dicha evaluación debe incluir todos los factores del programa o proyecto, es decir, sus costos y beneficios independientemente del agente que los enfrente. Ello implica considerar adicionalmente a los costos y beneficios directos, las externalidades y los efectos indirectos e intangibles que se deriven del programa o proyecto.²¹⁴

De la anterior definición es importante destacar que en la terminología del CEPEP, evaluación social, evaluación socioeconómica, evaluación nacional y evaluación económica, significan lo mismo. Muy probablemente, nadie dudaría de la conveniencia de aplicar los criterios de la evaluación privada o financiera cuando se habla de proyectos de empresas o inversionistas privados. Sin embargo, cuando se trata de recursos públicos es un grave error aplicar esos mismos criterios. Esto se debe a que al hablar de los recursos públicos la cuestión de fondo es que se trata de alcanzar un mejoramiento de la riqueza o bienestar de la sociedad en su conjunto. En este sentido, la única forma de disminuir el grado de incertidumbre respecto al resultado de invertir o no invertir en un proyecto de inversión pública es a través de la aplicación de los principios de la evaluación social de proyectos.²¹⁵

²¹³ GALA P., J., “La Evaluación Social de Proyectos. ¿Qué es?, ¿Para qué sirve?”, *Documento de Trabajo*, CEPEP, México, s/a, p. 13.

²¹⁴ Lineamientos.

²¹⁵ CEPEP, *op. cit.*, p. 44.

En resumen, la evaluación social de proyectos se considera como una herramienta de la administración pública, integrada por elementos complementarios de diversas ciencias y técnicas, que se utiliza para apoyar a las autoridades de los países, estados o municipios en su proceso de toma de decisiones en relación a la asignación de recursos públicos. Es así como en la evaluación social de proyectos, normalmente se consideran como beneficios solamente la mayor riqueza para el país asociada a la mayor disponibilidad de bienes y servicios que se generan con los proyectos (crecimiento económico) y como costos solamente la aplicación de los recursos que el país debe realizar para lograr esos beneficios. La evaluación social de proyectos tiene utilidad sobre todo cuando se habla de proyectos de inversión pública, pero también cuando se hace referencia a ciertos proyectos privados que por su magnitud o porque buscan el apoyo o la aprobación del gobierno, pueden influir en el bienestar o la riqueza de la sociedad en su conjunto. Por lo tanto, resulta muy importante tratar de definir con mayor precisión y objetividad posibles quiénes son los beneficiarios de los proyectos, ya que esto puede ayudar a decidir la ejecución o no de un proyecto, o en su caso, qué proyecto hacer primero, cuál postergar y cuál rechazar.²¹⁶

Asimismo, a partir de la definición de evaluación social enunciada anteriormente, es importante conocer qué se entiende por precios sociales, externalidades, efectos indirectos y efectos intangibles, principales diferencias entre la evaluación privada de proyectos y la evaluación social de proyectos. Estos conceptos se analizarán más adelante.

Evaluación privada de proyectos

Fontaine (2005) argumenta que la evaluación privada de proyectos incluye una evaluación financiera y una evaluación económica. La evaluación financiera contempla, en su análisis, a todos los flujos financieros del proyecto, distinguiendo entre capital “propio” y prestado. Cabe decir que este tipo de evaluación es pertinente para determinar la llamada “capacidad financiera” del proyecto y la rentabilidad de capital propio invertido en el proyecto. Por otro lado, el mismo autor argumenta que la evaluación económica supone que todas las compras y las ventas son al contado riguroso y que todo el capital es “propio”; es decir, la evaluación privada económica desestima el problema financiero.²¹⁷

²¹⁶ *Idem.* CONTRERAS, E., *op. cit.*, p. 3.

²¹⁷ FONTAINE, E.R., *Evaluación Social de Proyectos*, Alfaomega-Universidad Católica de Chile,

En este sentido, los Lineamientos enuncian una definición para la evaluación financiera de proyectos como sigue:

Evaluación Financiera: “Evaluación que permite determinar si el proyecto es capaz de generar un flujo de recursos positivos para hacer frente a todas las obligaciones del proyecto y alcanzar una cierta tasa de rentabilidad esperada”.²¹⁸

“Bajo esta perspectiva, se deben incluir todos los costos y beneficios privados que genera el proyecto, incluidos los costos financieros por préstamos de capital, pago de impuestos e ingresos derivados de subsidios recibidos. Los precios empleados serán de mercado”.²¹⁹

Como se ha mencionado, para la evaluación social interesa el flujo de recursos reales (de los bienes o servicios) utilizados y producidos por el proyecto. Para la determinación de los costos y beneficios apropiados, la evaluación social definirá la situación del país con versus sin la ejecución del proyecto en cuestión. Así, los costos y beneficios sociales podrán ser distintos de los contemplados por la evaluación privada económica.²²⁰

En resumen, la evaluación privada de proyectos supone que la riqueza (el dinero) constituye el único interés del inversionista privado. Es decir, para la evaluación privada es importante determinar los flujos anuales de dinero que para el inversionista privado implica el proyecto en cuestión.²²¹

4.2.3 Diferencias entre la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos

En la ausencia de distorsiones²²² en los mercados de bienes y servicios y de efectos externos de los proyectos, la evaluación social y la evaluación privada de proyectos

México, 2005, p. 35.

²¹⁸ Lineamientos.

²¹⁹ *Idem.*

²²⁰ FONTAINE, E.R., *op. cit.*, p. 35.

²²¹ *Idem.*

²²² Debido a la posible existencia de lo que los economistas llaman distorsiones de mercado, como impuestos o subsidios, los precios que se observan en éste pueden ser “mentirosos” en el sentido de que no reflejan el verdadero costo que tiene para la sociedad producir un bien o servicio. CEPEP, *op. cit.*, p. 43.

producirían resultados similares. Sin embargo, se consideran cuatro diferencias principales entre la evaluación privada y la evaluación social de proyectos. La razón de esto es que se tienen diferencias entre lo que realmente le cuesta a la sociedad el uso de sus recursos productivos y lo que el uso de estos recursos genera como beneficios. El procedimiento para llevar a cabo una correcta evaluación social consiste en identificar todas las actividades que se afectarán debido a la ejecución de un proyecto y que generan efectos reales, siendo necesario cuantificarlos para saber si existe una ganancia o pérdida neta para un país determinado. Así, las principales diferencias son: *precios, efectos indirectos, externalidades y efectos intangibles*.²²³

Precios

Se mencionó que en la evaluación privada se utilizan precios de mercado para todos los bienes que produce, así como para los insumos que emplea. En cambio, la evaluación social no utiliza estos precios debido a que se considera que no representan el verdadero costo y/o beneficio que tienen para la sociedad o para un país. Esto es, en el mismo sentido que un inversionista privado o empresario mide los efectos que tendrá sobre su patrimonio la realización de un proyecto, utilizando precios de mercado, existen también valores que reflejan los efectos de un proyecto sobre la economía en su conjunto, precios que incorporan y expresan lo que le cuesta verdaderamente a la sociedad la utilización de los mismos.²²⁴

La razón por la que se considera que los costos y beneficios privados no son iguales a los sociales, es porque ello sólo es posible en una economía con un mercado en competencia perfecta, situación que, por ejemplo, no sucede en México debido a que se tienen algunas imperfecciones como impuestos, subsidios, aranceles aduaneros, monopolios, precios máximos y mínimos, entre otros. Por consiguiente, en la evaluación social se utilizan precios sociales, cuya virtud es la de indicar el verdadero costo que representan para un país los insumos que utiliza un cierto proyecto, así como el verdadero beneficio que tendrán los bienes o servicios que producirá. En caso de no contar con precios sociales para todos los bienes y servicios considerados, se tiene la posibilidad de utilizar factores

²²³ *Ibid.*, p. 46.

²²⁴ *Idem.*

de conversión generales, o bien, en último caso, precios de mercado, haciendo destacar las razones de su utilización en cada situación.²²⁵

Por último, es importante también enunciar la definición que presentan los Lineamientos en relación a los precios sociales:

Precios sociales: “Valores que reflejan el costo de oportunidad para la sociedad de utilizar un bien o servicio y que pueden diferir de los precios de mercado”.²²⁶

Efectos indirectos

En muchas ocasiones los proyectos implican la reducción de precios de los bienes y servicios que producen y un aumento de precios de los insumos que utilizan para producir, lo cual afecta los mercados de bienes e insumos que son sustitutos y complementarios de los bienes que produce un proyecto y de los insumos que utiliza. Esta situación puede originar costos y beneficios para la sociedad, que no son significativos para una evaluación privada, pero sí para una evaluación social.²²⁷

En este sentido, los beneficios indirectos los obtienen personas que no utilizan un proyecto, pero que reciben un beneficio debido a la operación del proyecto. Por otra parte, los costos indirectos los asumen quienes no utilizan un proyecto, pero que se ven afectados por la operación del mismo.²²⁸

Externalidades

Las externalidades se refieren a los efectos de un proyecto en distintos mercados a los del bien o servicio que se produce, y que no son complementarios o sustitutos de este mismo bien, ya que estos efectos se consideran dentro de los efectos indirectos. Asimismo, son efectos que no incluyen su correspondiente transacción monetaria.²²⁹

²²⁵ *Idem.*

²²⁶ Lineamientos.

²²⁷ CEPEP, *op. cit.*, p. 47.

²²⁸ *Idem.*

²²⁹ *Idem.*

Por último, es importante también enunciar la definición de externalidad que presentan los Lineamientos:

Externalidad: “Efectos positivos y/o negativos que cause el programa o proyecto de inversión a terceros y que no hayan sido retribuidos o compensados a los mismos”.²³⁰

Efectos intangibles

Es común que en cada proyecto exista un grupo de beneficios y/o costos que se vuelven difíciles de medir e incluso de identificar. Este tipo de efectos son muy semejantes a las externalidades, ya que no se pagan ni se cobran. Sin embargo, en cada proyecto que se analiza se deben señalar los costos y beneficios que pudieron medirse, los que no se midieron, así como el resultado de la evaluación. Esto con la finalidad de proporcionar los mejores elementos de juicio a la autoridad que tendrá que tomar una decisión respecto a realizar o no un proyecto.²³¹

4.2.4 Tipos de análisis o metodologías en la evaluación social de proyectos

Los Lineamientos establecen los siguientes tipos de evaluaciones socioeconómicas que se aplican a los programas y proyectos de inversión que consideren realizar las dependencias y entidades de la Administración Pública Federal de México:

- i. Ficha técnica
- ii. Análisis costo-beneficio
- iii. Análisis costo-beneficio simplificado
- iv. Análisis costo-eficiencia
- v. Análisis costo-eficiencia simplificado

²³⁰ Lineamientos.

²³¹ CEPEP, *op. cit.*, pp. 20 y 48.

Ficha técnica

La ficha técnica consiste en una descripción detallada de la problemática o necesidades a resolver con el programa o proyecto de inversión, así como las razones para elegir la solución presentada.²³²

Análisis costo-beneficio

Este tipo de análisis representa una evaluación socioeconómica del programa o proyecto a nivel prefactibilidad, y consiste en determinar la conveniencia de un programa o proyecto de inversión mediante la valoración en términos monetarios de los costos y beneficios asociados directa e indirectamente, incluyendo externalidades, a la ejecución y operación de dicho programa o proyecto de inversión.²³³

Ciertamente, la dificultad del análisis costo-beneficio radica en la cuantificación monetaria de los beneficios sociales, que por lo general requiere mucha habilidad técnica y sólidos conocimientos en teoría económica.

Análisis costo-beneficio simplificado

Este tipo de análisis consiste en una evaluación socioeconómica a nivel de perfil²³⁴ y debe contener los mismos elementos y apartados comprendidos en el análisis costo-beneficio.

Análisis costo-eficiencia

Este análisis consiste en una evaluación socioeconómica que permite asegurar el uso eficiente de los recursos cuando se comparan dos alternativas de solución, bajo el supuesto

²³² Lineamientos.

²³³ *Idem.*

²³⁴ La evaluación a nivel de perfil se refiere a la “evaluación de un programa o proyecto de inversión en la que se utiliza la información disponible con que cuenta la dependencia o entidad, tomando en cuenta la experiencia derivada de proyectos realizados y el criterio profesional de los evaluadores. También se puede utilizar información proveniente de revistas especializadas, libros en la materia, artículos contenidos en revistas arbitradas, estudios similares, estadísticas e información histórica y paramétrica, así como experiencias de otros países y gobiernos”. *Idem.*

de que generen los mismos beneficios. Esta evaluación socioeconómica se debe realizar a nivel prefactibilidad.²³⁵

En otras palabras, en este análisis se asume que es conveniente realizar un proyecto y solamente se busca la alternativa más eficiente, es decir, la de menor costo. Se utiliza cuando el proyecto que se está valuando tiene beneficios que no pueden medirse en términos monetarios. Por ejemplo, en los proyectos sociales de educación, salud, justicia, recreación, deportes, capacitación laboral, vivienda, entre otros, los beneficios son generalmente aceptados y no requieren demostración, o en su caso esta demostración se complica de tal manera que el costo de cuantificar los beneficios rebasa su valor esperado.²³⁶

Análisis costo-eficiencia simplificado

Este análisis consiste en una evaluación socioeconómica a nivel de perfil y debe contener los mismos elementos comprendidos en el análisis costo-beneficio.²³⁷

4.2.5 Indicadores de rentabilidad en la evaluación social de proyectos y la evaluación privada de proyectos

Como se mencionó, la diferencia básica entre la evaluación privada y la evaluación social de proyectos, radica en que la primera, informa al inversionista privado o empresario en qué medida se verá afectada su riqueza o bienestar si realiza o no un proyecto, mientras que en la evaluación social se intenta conocer el efecto que se tiene para toda la sociedad de un país determinado. Por lo tanto, en la evaluación privada se enfocan los costos y beneficios relevantes para el inversionista privado o empresario, por lo que solamente intervienen los efectos denominados “directos” y se cuantifican a precios de mercado, incluidos los impuestos. Por otro lado, en la evaluación social se incluyen todos los

²³⁵ La evaluación a nivel de prefactibilidad se refiere a la “evaluación de un programa o proyecto de inversión en la que se utiliza, además de los elementos considerados en la evaluación a nivel de perfil, información de estudios técnicos, cotizaciones y encuestas, elaborados especialmente para llevar a cabo la evaluación de dicho programa o proyecto. La información utilizada para este tipo de evaluación debe ser más detallada y precisa, especialmente por lo que se refiere a la cuantificación y valoración de los costos y beneficios”. *Idem.*

²³⁶ CEPEP, *op. cit.*, p. 25.

²³⁷ Lineamientos.

posibles costos y beneficios para la sociedad (directos, indirectos, externalidades e intangibles) y para su cuantificación se utilizan precios sociales.

En la evaluación privada de proyectos, el Valor Presente Neto (VPN) y la Tasa Interna de Rendimiento (TIR)²³⁸ son, por excelencia, los modelos de valuación que más se aplican para estudiar la rentabilidad que proporcionan los proyectos de inversión. El VPN (privado) de un proyecto de inversión no es otra cosa que su valor medido en dinero hoy, es decir, es el equivalente en unidades monetarias actuales de todos los ingresos y egresos, presentes y futuros, que constituyen un proyecto de inversión. Así, la siguiente expresión representa el VPN de un proyecto de inversión de n periodos:

$$VPN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\left(\sum_{i=1}^{\bar{n}} Y_i P_i - \sum_{j=1}^m Z_j P_j \right)_t}{(1+r)^t}, \quad (4.1)$$

donde I_0 es la inversión inicial, n es el número de años del horizonte de evaluación, t es el período correspondiente, r es la tasa de descuento que representa el costo de oportunidad del capital para el inversionista privado o empresario que está tratando de decidir si conviene ejecutar o no el proyecto, Y_i es la cantidad del bien o servicio i que producirá el proyecto, P_i es el precio que recibirá el inversionista privado o empresario por cada unidad vendida de ese bien, Z_j es la cantidad que el proyecto utilizará del insumo j y P_j es el precio que el inversionista privado deberá pagar por cada unidad de ese insumo.

Dado que la Ecuación (4.1) genera tres posibles resultados para el VPN Privado (positivo, cero y negativo), los criterios que guían las decisiones de aceptación o rechazo de proyectos son las siguientes:

²³⁸ La TIR representa la tasa de descuento a la cual el VPN de un proyecto de inversión es igual a cero. Es decir, la TIR de un proyecto se define como aquella tasa que permite descontar los flujos netos de operación de un proyecto e igualarlos a la inversión inicial. El fundamento básico de la TIR es que trata de encontrar un sólo número que resuma los méritos de un proyecto. Ese número no depende de la tasa de interés que prevalezca en el mercado de capitales, razón por la cual, recibe el nombre de Tasa Interna de Rendimiento; el número es interno o intrínseco al proyecto y sólo depende de los flujos de efectivo del mismo.

- a) $VPN > 0$ indica que el proyecto es conveniente y que el dinero invertido produce un rendimiento mayor que r .
- b) $VPN = 0$ indica que el proyecto es indiferente y que el dinero invertido produce un rendimiento igual que r .
- c) $VPN < 0$ indica que el proyecto no es conveniente y que el dinero invertido produce un rendimiento menor que r .

De acuerdo con el razonamiento del VPN, los proyectos o ideas de inversión tendrán una prioridad que será función directa del valor numérico del indicador, es decir, a mayor VPN Privado, mayor prioridad.

Por otro lado, en la evaluación social de proyectos se tiene el Valor Presente Neto Social (VPN Social) como el modelo de valuación para estudiar la rentabilidad de los proyectos de inversión. Así, el VPN Social se encuentra definido por la siguiente expresión:

$$VPN\ Social = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\left(\sum_{i=1}^{\tilde{n}} Y_i P_i^* - \sum_{j=1}^m Z_j P_j^* \right)_t + BNI_t + E_t}{(1 + r^*)^t}, \quad (4.2)$$

donde I_0 es la inversión inicial, r^* es la tasa social de descuento o costo de oportunidad de los recursos públicos,²³⁹ que representa el costo en que incurre la sociedad (o el país) cuando el sector público extrae recursos de la economía para financiar sus proyectos. Por simplicidad, se realiza la suposición de que la tasa se mantiene constante a través del tiempo, en tanto que los P^* representan los precios sociales correspondientes a los bienes producidos por el proyecto (Y_i) y los insumos utilizados en su producción (Z_j), BNI_t corresponde a los beneficios netos indirectos del proyecto en el período t y E_t es el valor de las externalidades (positivas o negativas) del proyecto.

En el mismo sentido que la evaluación privada de proyectos, si el resultado del VPN Social es positivo, significa que los beneficios que se obtienen del programa o proyecto de inversión son mayores a sus respectivos costos. Por otro lado, si el resultado del VPN Social es negativo, significa que los costos del programa o proyectos de inversión son

²³⁹ De acuerdo con los Lineamientos la tasa social de descuento que se debe utilizar en la evaluación socioeconómica es de 12% anual en términos reales.

mayores a sus beneficios. Finalmente, si el resultado del VPN Social es igual a cero, significa que el programa o proyectos de inversión son indiferentes y que los recursos de la economía invertidos producen un rendimiento igual a la tasa social de descuento.

4.3 Propuesta de concepto de valor social de la empresa

En el primer capítulo se concluyó que la LCM y su exposición de motivos no proporcionan una definición de valor social de la empresa y lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues específicamente qué se debe entender con estas palabras.

A partir de lo visto en capítulos precedentes es innegable que para proponer un concepto de valor social de la empresa se requieren elementos económicos y financieros, como el de valuación de empresas, la evaluación privada y social de proyectos, en combinación con la ciencia jurídica. Es de notar que precisamente la evaluación social de proyectos toma en cuenta el concepto de interés público, ampliamente mencionado en el Derecho Concursal Mercantil.

Asimismo, en el concepto de valor social de la empresa primero se debe concebir que la palabra “social” se refiere a la sociedad mexicana, tomando en cuenta cómo se vería dañada su riqueza o bienestar en términos de la extinción de la empresa, o viceversa, cuál es la riqueza o bienestar que la empresa aporta con su existencia y operaciones a la sociedad mexicana.

Por lo tanto, en contexto con el Derecho Concursal Mercantil mexicano y desde una perspectiva cuantitativa, el valor social de la empresa es el valor monetario que se obtiene considerando todos los posibles costos y beneficios (directos, indirectos, externalidades e intangibles) para la sociedad mexicana y para su cuantificación se utilizan ya sea precios de mercado o precios sociales.

La utilización de precios de mercado o precios sociales depende si la empresa tiene capital privado, capital proveniente de recursos públicos o capital mixto (recursos privados y

recursos públicos).²⁴⁰ Como se mencionó, en caso de no contar con precios sociales para todos los bienes o servicios considerados, es posible utilizar factores de conversión generales, o bien, en último caso, precios de mercado, haciendo destacar las razones de su utilización en cada situación.

Bajo el supuesto de que la empresa depende de su capacidad para generar ingresos netos futuros (sexta conclusión del capítulo anterior), el valor monetario de la misma se calcula con el VPN de la Ecuación (4.1), para el caso de capital privado y precios de mercado, y con el VPN Social dado por la Ecuación (4.2), para el caso de capital proveniente de recursos públicos y capital mixto y precios sociales. A partir de aquí es posible encontrar el valor social de la empresa desde una perspectiva cuantitativa.

Dicho lo anterior, entonces qué se puede entender por maximizar el valor social de la empresa. Cuantitativamente, existe la optimización o programación matemática²⁴¹ y, en términos generales, esta metodología consiste en que dada una función objetivo se procede a buscar una solución factible que minimice o maximice dicha función, y dicha solución se dice que es óptima.

De esta manera, si la función objetivo es ya sea la Ecuación (4.1) o la Ecuación (4.2), es posible plantear el siguiente modelo para maximizar el valor social de la empresa:

Función Objetivo:

- Maximización VPN o VPN Social

Restricciones:²⁴²

- Masa Concursal
- Costos y beneficios para la sociedad (directos, indirectos, externalidades e

²⁴⁰ Es importante recordar que cuando se trata de recursos públicos se deben aplicar los principios de la evaluación social de proyectos.

²⁴¹ Véanse también Programación Lineal, Programación no Lineal, Programación Dinámica, Programación Entera, entre otras.

²⁴² Solo se enuncian algunas restricciones, pero su número se encuentra sujeto al caso particular de la empresa, al proceso concursal mercantil y sus características específicas, a otras restricciones que propongan los diversos órganos y elementos personales del concurso mercantil (mencionados en el primer capítulo), etc.

intangibles)

- Derechos y obligaciones de la empresa
- Presupuesto de la empresa
- Horizonte de tiempo

A partir de lo anteriormente discutido, se tiene la posibilidad de hallar un valor monetario para el valor social de la empresa y maximizar dicho valor. No obstante, esta propuesta de modelo es por lo pronto conceptual y para trabajos posteriores se pretende formalizar el modelo en términos matemáticos.

4.4 Conclusiones

Primera. En un proyecto privado, se invierten recursos privados y se espera obtener un rendimiento para los inversionistas privados. En el caso de un proyecto que pretende realizar un gobierno (federal, estatal o municipal), se invierten recursos de la sociedad y se espera para ésta un rendimiento o una mejora en su bienestar.

Segunda. Dentro de la evaluación de proyectos la palabra “social” se refiere a la sociedad de un país, en cuanto a si su riqueza o bienestar se verá beneficiada o se dañará al canalizar parte de sus recursos disponibles a una cierta aplicación.

Tercera. Cuando la evaluación de un proyecto de inversión se hace desde el punto de vista de un inversionista en particular, se estará haciendo una evaluación privada del proyecto, en el sentido de que los costos y beneficios que se deben identificar, medir y cuantificar son aquéllos que resulten importantes desde el punto de vista del inversionista privado. Por otro lado, cuando la identificación, medición y cuantificación se hace desde el punto de vista de todos los agentes económicos que conforman una comunidad nacional, se estará efectuando una evaluación social del proyecto.

Cuarta. Se consideran cuatro diferencias principales entre la evaluación privada y la evaluación social de proyectos que son: precios, efectos indirectos, externalidades y efectos intangibles.

Quinta: En contexto con el Derecho Concursal Mercantil mexicano y desde una

perspectiva cuantitativa, el valor social de la empresa es el valor monetario que se obtiene considerando todos los posibles costos y beneficios (directos, indirectos, externalidades e intangibles) para la sociedad mexicana y para su cuantificación se utilizan ya sea precios de mercado o precios sociales.

Así, una vez presentada la propuesta central de esta tesis relativa al concepto de valor social de la empresa, a continuación se presenta como último capítulo las respectivas conclusiones, limitaciones, recomendaciones y futuras investigaciones de la tesis.

CAPÍTULO V. Conclusiones, limitaciones, recomendaciones y futuras investigaciones

5.1 Conclusiones

Primera. El Derecho Concursal Mercantil es el conjunto de normas jurídicas que rigen los procedimientos a que se someten o son sometidos los comerciantes en estado de insolvencia, con el objetivo de superar dicho estado mediante un convenio con sus acreedores, y en caso de no ser posible dicho convenio, liquidar el patrimonio del comerciante, distribuyendo su cuantía entre los acreedores hasta donde alcance.

Segunda. La LCM y su exposición de motivos no proporcionan una definición de valor social de la empresa siendo un concepto en el cual gira su propia existencia y razón de ser. Lo mismo sucede con el criterio de maximizar el valor social de la empresa, pues concretamente qué se debe entender con estas palabras. Es así que en este trabajo de tesis se proponen una definición de valor social de empresa y una propuesta sobre la tarea de maximizar el valor social de la empresa.

Tercera. El valor de una empresa se entiende como la estimación del precio, o valor fundamental, que una empresa tendrá en un momento relevante. Este momento puede presentarse en la transferencia de control de una empresa, o de una fusión, o una alianza; o el de obtención de capital en los mercados de capitales. Así, es necesario indicar que el valor de una empresa no es absoluto, sino que depende ampliamente de las características estructurales de la empresa evaluada, su situación particular y el propósito de la valuación.

Cuarta. En el caso de los tribunales de los EUA, éstos ordenan a los profesionales o expertos en temas de valuación utilizar los mismos enfoques y métodos de valuación que se emplean en otros contextos. Sin embargo, algunas veces los *Bankruptcy Courts* de los EUA sugieren métodos o aplicaciones específicas de los mismos que son exclusivos para el caso particular de los requerimientos del *Bankruptcy Law*.

Quinta. Durante el procedimiento legal de quiebra en los EUA, es común la necesidad de valorar unidades de negocio de un cierto deudor o activos específicos propiedad del deudor.

Además, los precedentes judiciales (*case law*) en los EUA, pueden sugerir el marco de valuación que se utilizará para determinar el *valor justo* de una empresa.

Sexta. Los tribunales de quiebras de los EUA tienden a utilizar la premisa de valuación de negocio en marcha, que representa el valor total de las operaciones de una empresa e incluye tanto activos tangibles como intangibles.

Séptima. El Capítulo 11 del Código de Quiebras de los EUA está diseñado para preservar el valor de la empresa en marcha del deudor al tiempo que reestructura sus deudas.

Octava. El objetivo final de un juicio de quiebra bajo el Capítulo 11 del Código de Quiebras de los EUA, es la confirmación de un plan bajo dicho capítulo. En caso de confirmarse, el plan es un contrato vinculante entre el deudor, sus acreedores y accionistas.

Novena. Es común que los tribunales de quiebras de los EUA enfrenten asuntos relacionados con la valuación y, entre otras cosas, el valor se determina considerando el propósito de dicha valuación.

Décima. Sin embargo, el Código de Quiebras no proporciona alguna orientación sobre el término “valuación justa”, o cómo un perito debe conducirse para obtener una dictamen de una valuación justa.

Undécima. En el caso de una empresa en marcha, los tribunales de quiebras de los EUA concluyen que las valuaciones se encuentran basadas en la expectativa de las ganancias futuras.

Duodécima. Dentro de la evaluación de proyectos la palabra “social” se refiere a la sociedad de un país, en cuanto a si su riqueza o bienestar se verá beneficiada o se dañará al canalizar parte de sus recursos disponibles a una cierta aplicación.

Décima Tercera. Cuando la evaluación de un proyecto de inversión se hace desde el punto de vista de un inversionista en particular, se estará haciendo una evaluación privada del proyecto, en el sentido de que los costos y beneficios que se deben identificar, medir y cuantificar son aquéllos que resulten importantes desde el punto de vista del inversionista

privado. Por otro lado, cuando la identificación, medición y cuantificación se hace desde el punto de vista de todos los agentes económicos que conforman una comunidad nacional, se estará efectuando una evaluación social del proyecto.

Décima Cuarta: En contexto con el Derecho Concursal Mercantil mexicano y desde una perspectiva cuantitativa, el valor social de la empresa es el valor monetario que se obtiene considerando todos los posibles costos y beneficios (directos, indirectos, externalidades e intangibles) para la sociedad mexicana y para su cuantificación se utilizan ya sea precios de mercado o precios sociales.

5.2 Limitaciones

Primera. Este trabajo de tesis es incipiente en cuanto a proponer un concepto de valor social de la empresa, por lo que es necesario llevar a cabo una investigación más profunda que abarque elementos jurídicos, económicos, financieros, sociales, entre otros.

Segunda. En este trabajo se propone conceptualmente utilizar la optimización o programación matemática para maximizar el valor social de la empresa, sin embargo, queda mucho por hacer en cuanto llevar a cabo esta tarea en términos matemáticos.

Tercera. En este trabajo se propone utilizar las metodologías VPN y VPN Social, como una aproximación para el valor social de la empresa. Sin embargo, en la nueva economía en donde se desenvuelven empresas de alta tecnología, como empresas de Internet, empresas biotecnológicas, empresas de telecomunicaciones, etc., el VPN y VPN Social se ven seriamente limitados como indicadores de valor, por lo que se puede optar por la Metodología de Opciones Reales para hallar un valor social para estas empresas de alta tecnología.

5.3 Recomendaciones

Primera. Se recomienda al legislador mexicano incorporar el concepto de valor social de la empresa que aquí se propone en la LCM o en la legislación pertinente o tomar las ideas de este trabajo de investigación para llegar a una definición propia.

Segunda. Se recomienda a los diversos órganos y elementos personales del Concurso Mercantil conocer y estudiar la evaluación social de proyectos, ya que esta metodología no es muy conocida y puede ayudar a entender con más elementos el valor social de la empresa y comprender aún más el concepto de interés público, ampliamente mencionado por ejemplo en las resoluciones judiciales.

Tercera. Se recomienda al IFECOM conocer el concepto de valor social de la empresa que se propone en este trabajo, para con ello incentivar la investigación alrededor de la evaluación social de proyectos.

Cuarta. Se recomienda a los diversos órganos y elementos personales del Concurso Mercantil conocer y estudiar con detalle la legislación de los EUA, ya que toma con mucha más relevancia el tema de valuación de empresas.

5.4 Futuras investigaciones

Primera. En general, es muy escasa la investigación alrededor de la valuación de empresas vinculada con el Derecho Concursal Mercantil, por lo que se espera realizar diversas investigaciones alrededor de este tema.

Segunda. En futuros trabajos se espera formalizar en términos matemáticos la maximización del valor social de la empresa.

Tercera. También, se espera en futuros trabajos vincular el Derecho Concursal Mercantil y la evaluación social de proyectos con la metodología de opciones reales, para comprender el concepto de valor social de la empresa, para el caso de empresas de alta tecnología, que se desenvuelven en un contexto distinto de riesgo de mercado y técnico al de empresas tradicionales.

FUENTES

Fuentes bibliográficas

BAUTISTA, D.E., *El Plan de Reestructuración Previa en el Concurso Mercantil*, Tesis de Maestría en Derecho, UNAM, 2008.

CEPEP, *Apuntes Sobre Evaluación Social de Proyectos*, BANOBRAS-CEPEP, México, 2007.

DASSO, A.A., *Derecho Concursal Comparado*, Legis, Argentina, 2008.

DÁVALOS, L.C., *Introducción a la Ley de Concursos Mercantiles*, Oxford University Press, México, 2006.

FONTAINE, E.R., *Evaluación Social de Proyectos*, Alfaomega-Universidad Católica de Chile, México, 2005.

HITCHNER, J.R., *Financial Valuation. Applications and Models*, John Wiley & Sons, Ltd., Estados Unidos, 2003.

MACHUCA, A. J., *Insolvencia Formal. Concursos Mercantiles en los Estados Unidos Mexicanos*, INSOL México, AC., 2007.

MORALES C., J.A. y MORALES C., A., *Proyectos de Inversión en la Práctica. Formulación y Evaluación*, Gasca Sicco, México, 2003.

ORDÓÑEZ, J.A., *Derecho Concursal Mercantil*, Editorial Porrúa, México, 2012.

PEREIRO, L.E., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos, 2002.

RATNER, I. *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos, 2009.

SAAVEDRA, M.L., *Valuación de Empresas. Metodología para su Aplicación*, Gasca Sicco,

México, 2008.

SANROMÁN A., R. y CRUZ G., A., *Derecho Corporativo y la Empresa*, CENGAGE Learning, México, 2010.

SANROMÁN L.F., *Concursos Mercantiles*, Editorial Porrúa y Universidad Panamericana, México, 2010.

SIU, C., *Valuación de Empresas. Proceso y Metodología*, IMCP, México, 2008.

UNAM-IMEF, *Valuación de Empresas y Creación de Valor*, UNAM-IMEF, México, 2002.

Fuentes documentales

ANDERSON, P., “U.S. Supreme Court Rule of Valuation as Applied to Corporate Reorganization”, *Marquette Law Review*, Vol. 27, 1943, pp. 111-124.

CONTRERAS, E., “Evaluación de Inversiones Públicas: enfoques alternativos y su aplicabilidad para Chile”, *Documento de Trabajo*, Universidad de Chile, Chile, 2001, pp. 1-76.

FORNERO, R. A., “Valuación de Empresas en Mercados Financieros Emergentes: Riesgo del Negocio y Tasa de Actualización”, *Documento de Trabajo*, UNCU, 2002, pp. 1-29.

GALA P., J., “La Evaluación Social de Proyectos. ¿Qué es?, ¿Para qué sirve?”, *Documento de Trabajo*, CEPEP, México, s/a.

HORWITZ, M., The Maximization of an Enterprise’s Value. In the Public Interest: Mexico’s New ‘Law of Business Organization’ and its Interpretation of Intenational Law”, *Norton Journal Of Bankruptcy Law and Practice*, Vol. 16, No. 5, 2007, pp. 1-18.
www.ifecom.cjf.gob.mx/PDF%5Cestudio%5C37.pdf

LABATUT, G., “El Valor de las Empresas: Métodos de Valoración Tradicionales y Comparativos (Múltiplos)”, *Técnica Contable*, No. 676, Junio, 2005, pp. 18-32.

NADELMANN, K. H., “La Quiebra en el Derecho Norteamericano”, *Revista de la Facultad de Derecho de México*, No. 46, 1962, pp. 257-285.

QUINTANA, E.A. “La quiebra fraudulenta”, pp. 1481-1497, en Instituto de Investigaciones Jurídicas, *Liber ad honorem Sergio García Ramírez*, UNAM, México, 1998, Tomo II.

Diccionarios

ALCARAZ, E. y HUGHES, B., *Diccionario de Términos Económicos, Financieros y Comerciales*, Editorial Ariel, S.A., España, 2002.

CABANELLAS, G. y HOAGUE, E., *Diccionario Jurídico. English-Spanish. Inglés-Español*, Editorial Heliasta S.R.L, Argentina, 1996.

CERVANTES, J.D., *Diccionario Jurídico en Materia de Quiebras, Suspensión de Pagos y Concursos Mercantiles*, Cárdenas Editor y DB, México, 2002.

DE PINA, R. y DE PINA, R., *Diccionario de Derecho*, Editorial Porrúa, México, 2005.